

# 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きくくり再整理して順番に説明させていただきます。

### (1) 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つ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、評価していただく、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を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）

今年三月三十一日、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ザー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敢な判断、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ページをご覧くださいますと、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せん。

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答えて、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きます。

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への円滑化)

次に、ベンチャー企業等の資金調達へ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へ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。大事なものは、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、資本市場をめぐり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。

### (3) 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、今年一二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、J P X 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別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、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、流通を考えるとときには、投資家にとつて、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。

#### (4) 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イ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。例えば、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。したがって、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ます。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(口

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(金融安定理事會)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るといえると考えられ、その戦略的かつ有効な活用が期待される所です。

(5) 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

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。

#### (6) 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。ヘルスケアアリートは、とかく都市部に偏りがちなア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アリオ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ページのとおりに、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す。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おります。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ます、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。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、

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、この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ムミクナ問題につながることはないかというのも、当局としては心配を感じないでもないところではあります。

海外を見ますと、欧州では、MIFID II（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る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。この担当者には、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（バリュエーション・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も多いと思います。しかし、総論的な考え方に對しては、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（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り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、独立社外取締役に關しては、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ることとするものです。

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、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を持ち込まれ、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を持ち込まれて、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、現実には多くの企業が国際会計基準に移行していくことになり、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きます。

(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おりますが、昨四月三〇日時点では既に八三社になっていきます。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せん。

#### 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えます。

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ます。

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した

だきました。若干お時間がございませうので、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ませんか。

**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ただく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はないと感じています。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えます。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もあるかもしれない、そのような状況かと思っております。

**質問者B** 包括的なお話をありがとうございます。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

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おります。

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えます。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。）

金融資本市場をめぐる今後の課題

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L S E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