

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

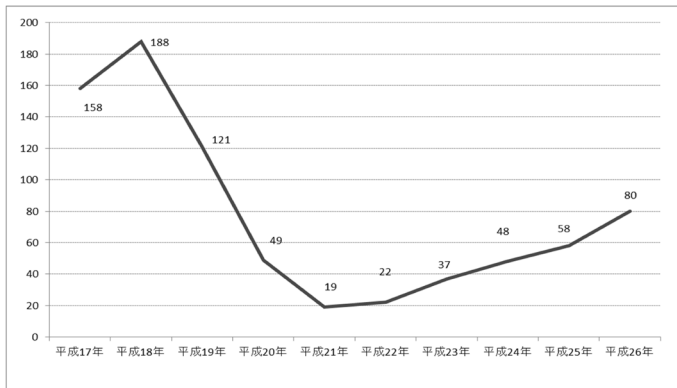
金融資本市場をめぐる今後の課題

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内円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)		上場会社数(社)		売買代金 (10億ドル)
	(うち国内企業)		(うち国内企業)		
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JPIX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に、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

金融資本市場をめぐる今後の課題

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

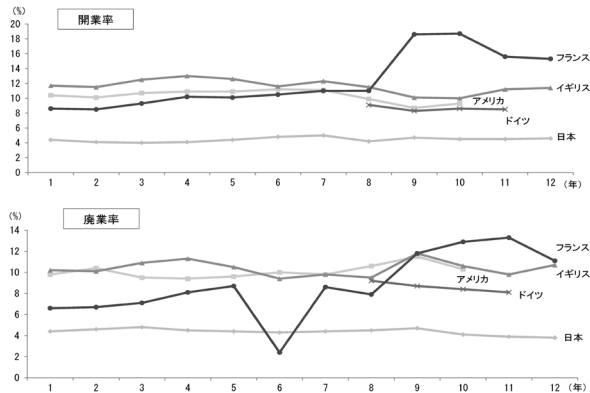
- 上場予定時期について、東証における集計及び周知を通じて全体日程を共有し、集中緩和を要請
- ※ 昨年は、年間計80社のうち28社の上場が12月に集中

※ 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

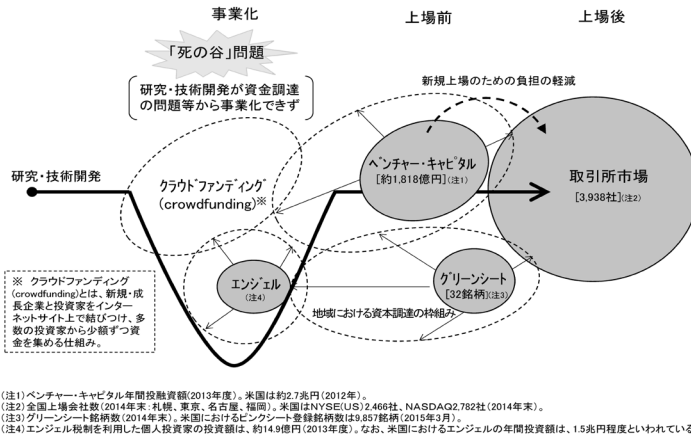
各国の開業率と廃業率



(出典)2014年版 中小企業白書

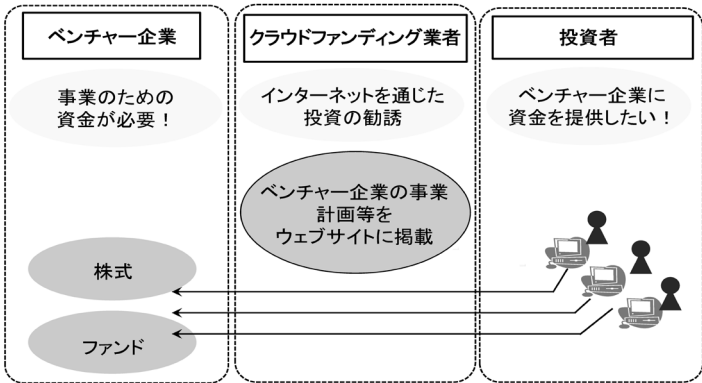
7

新規・成長企業へのリスクマネーの供給について



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



金融資本市場をめぐる今後の課題

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、障害者支援事業、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

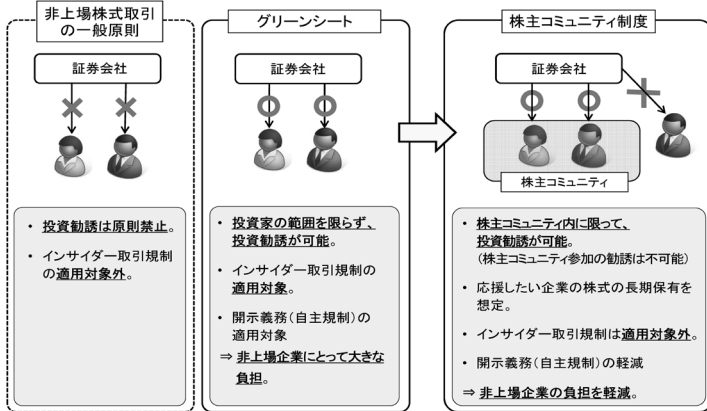
地域資源の活用やブランド化など、地域活性化に資する取組を支えるさまざまな事業に対するクラウドファンディング等の手法を用いた小口投資であって、地域の自治体等の活動と調和が図られるもの。

<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

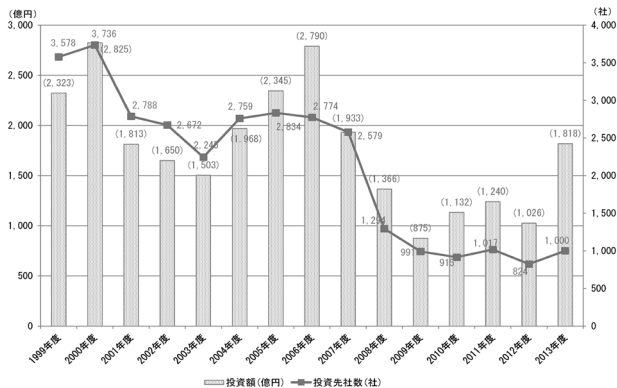
株主コミュニティ制度



(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

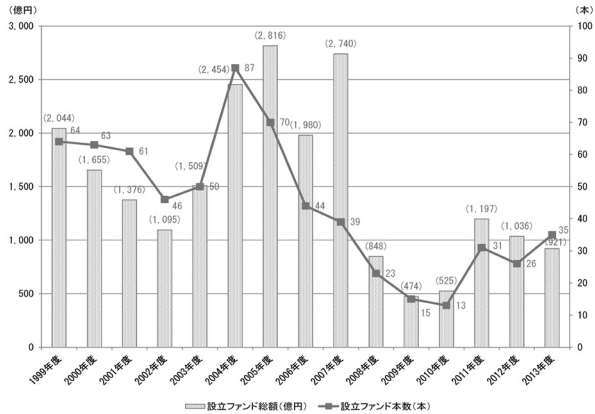
年3 月

(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

金融資本市場をめぐる今後の課題

ベンチャーファンドの設立状況



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必要がある。

ベンチャー企業に対する人材面でのサポート

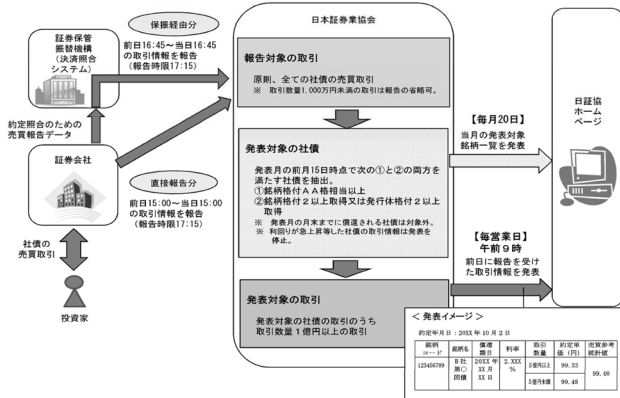
- ベンチャー企業が創業した早い段階から、ベンチャーキャピタルのみならず、トップクラスの多様な主体が支援する方式が採られることが望ましい。
- 技術やアイデアを事業化・収益化するため、公認会計士、弁護士、弁理士といった専門的能力を有する者からのサポートを受けられる仕組みが構築されるべき。

(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

社債の取引情報の報告・発表制度の概要



(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運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、米國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

金融資本市場をめぐる今後の課題

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

- 日銀ネットの稼働時間拡大に伴い、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(国債レボ等)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・ハンズ)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)

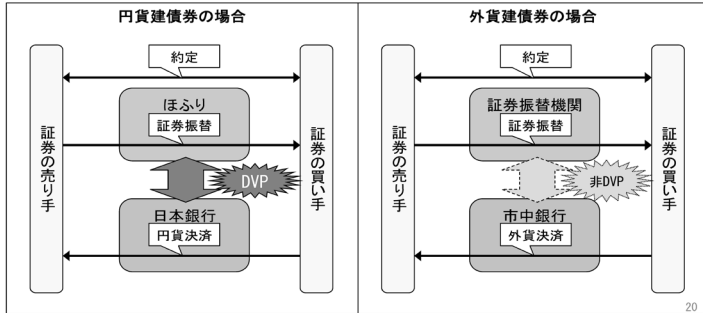
・アジアに進出する日系企業等に向け現地通貨の安定的な調達や円滑な資金決済を確保するため、日本国債を活用したクロスボーダー担保やクロスカレンシーレボの推進、民間事業者によるアジア域内のATM相互接続等を進める。(以下略)

19

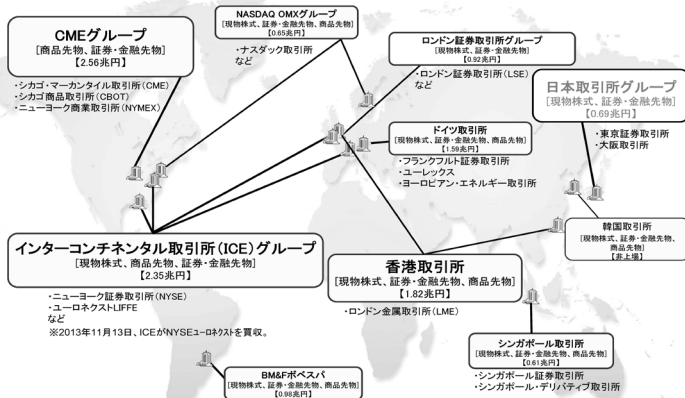
東京市場における外貨建債券の発行促進

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

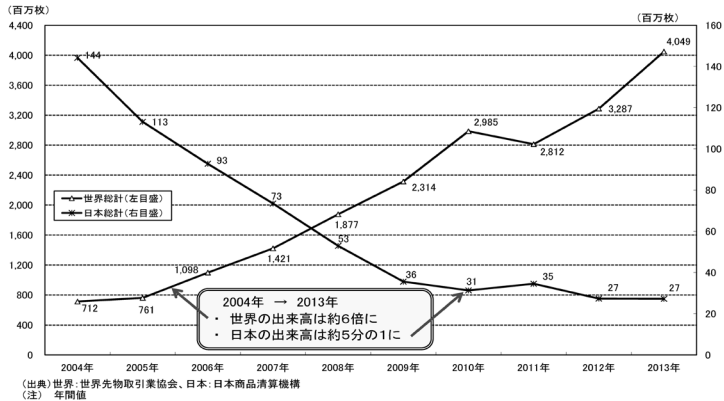


(注1) []内は、各取引所で取り扱われている金融商品(現物株式、証券・金融先物(株価指数、金利・為替等)、商品先物(金・原油、穀物等))

(注2) []内は、取引所自身の修正時価総額(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

金融資本市場をめぐる今後の課題

世界の商品市場の出来高の推移



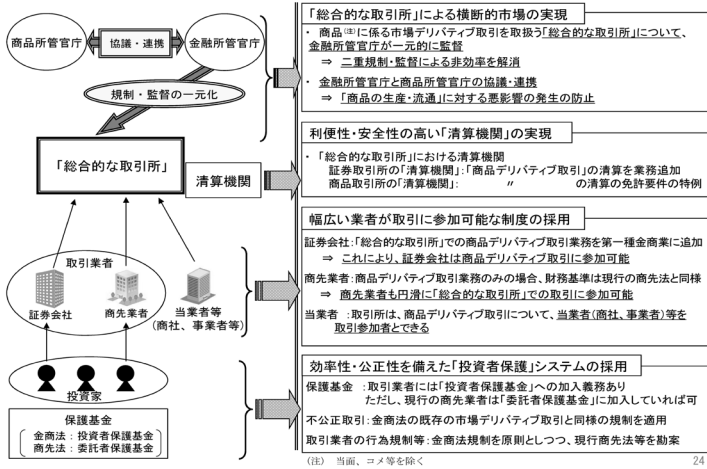
22

総合取引所に係るこれまでの経緯

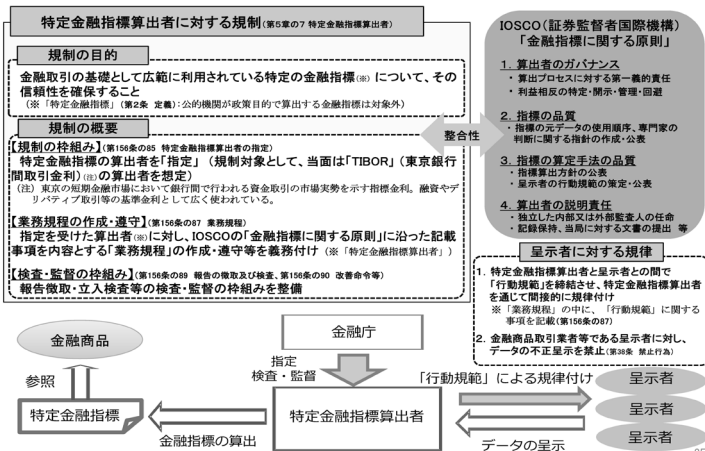
- 平成19年6月19日
(第1次安倍内閣) 「経済財政改革の基本方針2007～「美しい国」へのシナリオ～」閣議決定
 - ・ 取引所において、株式・債券・金融先物・商品先物など総合的に幅広い品揃えを可能とするための具体策等を検討し、結論を得る。
- 平成22年6月18日 「新成長戦略」閣議決定
 - ・ 「新金融立国」に向けた施策として、証券・金融、商品を扱う取引所が別々に設立・運営されているという現状に鑑み、2013年度までに、この垣根を取り払い、全てを横断的に一括して取り扱うことのできる総合的な取引所創設を固る制度・施策の可能な限りの早期実施を行う。
- 平成24年2月24日 「総合的な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
(第2次安倍内閣) 東証・大証の経営統合、日本取引所グループ発足
- 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）



金融資本市場をめぐる今後の課題

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(Traxx Japan)	・第1種金融業者 ・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種金融業者 ・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種金融業者 ・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種金融業者 ・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/専任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420億円以上(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、告示で規定。

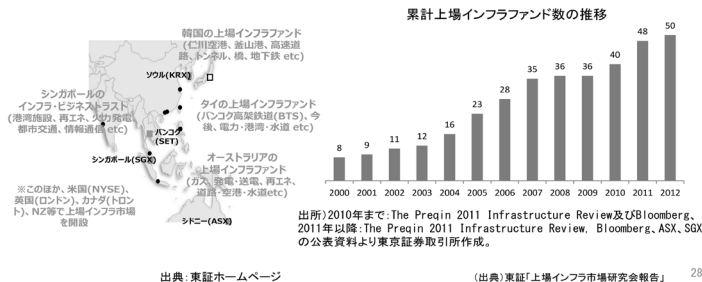
(注2) 義務対象者及び義務対象取引については、2014年7月にパブリックコメントに付した案。導入時期については、バーゼル銀行監督委員会及び証券監督者国際機構は、2015年3月に報告書を出し、証拠金規制の導入に向けたスケジュールを9か月提示し、2016年9月1日より順次実施することとしたことから、金融庁としては、パブリックコメントにおいて本年12月としての規制の導入時期を見直すこととしている。

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。



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月末までに再生エネ設備を取得し、賃貸の用に供すること
- ②10年後までに再生エネ設備の割合を50%以下とすること
- ③再生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。

金融資本市場をめぐる今後の課題

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) 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）



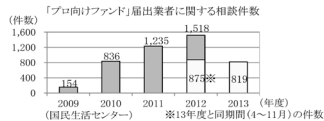
- 東京証券取引所
 - ・開示事項の追加等を行う上場規程等の改正（平成26年4月）
 - ・ヘルスケアリート上場相談窓口開設、HPを通じた情報発信の開始（平成26年4月）
- 投資信託協会
 - ・資産運用会社がヘルスケア施設に投資する際の社内体制の整備を求める協会規則、ガイドラインを策定（平成26年5月）
- 国土交通省
 - ・「高齢者向け住宅棟を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン」を策定・公表（平成26年6月）
 - ・「病院等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン検討委員会」を設置（平成26年9月）して検討中

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、
 - ③ 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當な勧誘の禁止）、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「アマ」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

金融資本市場をめぐる今後の課題

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

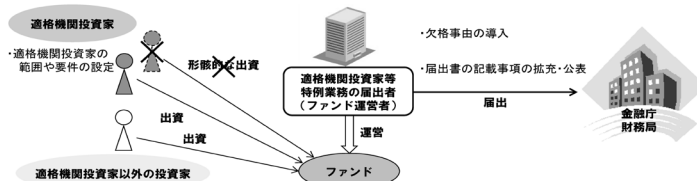
○ ファンドへの信頼を確保し、成長資金を円滑に供給していくためにも、投資者被害を適切に防止していくことが必要。このため、出資者の範囲の見直しにとどまらず、総合的な対応を行っていくことが求められ、以下のような措置を講ずる。

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）



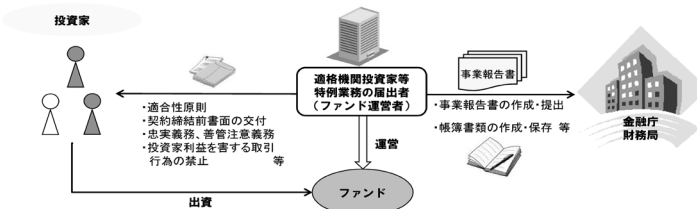
（注）【 】内の数字は該当条文及び条文が記された法律案新旧対照条文のページを示す。

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
 - ー 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）
 - ー 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
 - ー 忠実義務、善管注意義務
 - ー 投資家利益を害する取引行為の禁止
- （※）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)



・監督上の処分(業務改善・停止・廃止命令)の導入
・投資家保護の観点からの報告徴求・検査

・裁判所による禁止・停止命令の対象の拡大

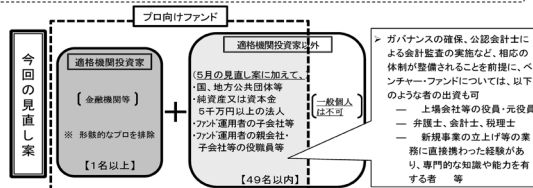
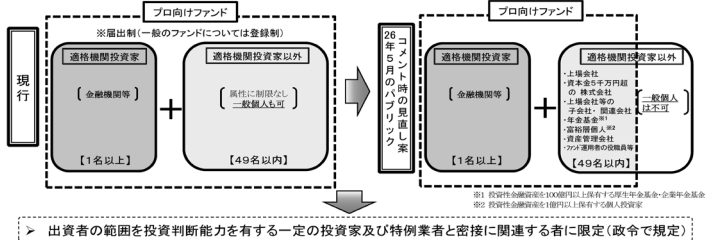
・無届出・虚偽届出等に係る罰則の引上げ、業務停止・廃止命令違反等に係る罰則の新設



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

金融資本市場をめぐる今後の課題

運用会社の運用をめぐる状況

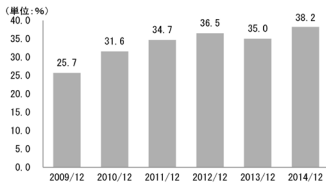
○ GPIF日本株アクティブ運用委託先(新旧)

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、リソナ銀行
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



(単位: %)
(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まない

○ 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本当たり規模(2015年1月末現在)

ポイント

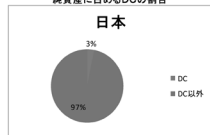
- ファンド数において、日本は米国の68%であるが、純資産残高では、日本は米国の5%に留まる。
- 1ファンド当たりの純資産残高において、日本は米国の7%の規模しかなく、結果として、1ファンド当たりのコストが割高になる。

	ファンド数	純資産残高	純資産残高(円換算)	1ファンド当たり金額
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: 投資協会「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



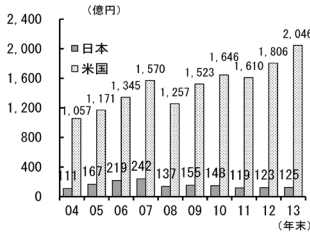
純資産に占めるDC+IRAの割合



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〕

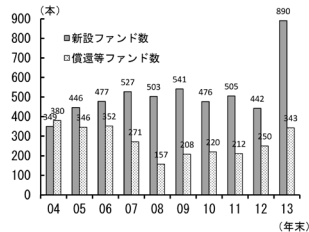


(注1) 単位型 (Close-end fund)・ETF除く。

(注2) 1ドル=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米	ファンド⑥ 外国株式・毎月 2007.5米	ファンド⑦ バランス型・年4回分配 2007.10米	ファンド⑪ 外国債券・毎月 2008.8米	ファンド⑫ 外国債券・ブラジル・毎月 2011.6米	ファンド⑪ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑪ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑪ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑪ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑪ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米
2	ファンド② 外国債券・毎月 2007.6米	ファンド⑦ バランス型・年4回分配 2007.10米	ファンド⑨ 外国債券・毎月 2008.7米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑪ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米
3	ファンド③ 外国債券・毎月 2007.10米	ファンド② 外国債券・毎月 2007.6米	ファンド⑨ 外国債券・毎月 2008.7米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米
4	ファンド④ バランス型・毎月 2007.5米	ファンド④ バランス型・毎月 2007.5米	ファンド⑪ 外国債券・毎月 2008.8米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米
5	ファンド⑤ バランス型・毎月 2006.8米	ファンド⑧ 外国REIT・毎月 2007.9米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米	ファンド⑫ 外国債券・豪州・毎月 2012.2米

※ 各榜の年月は、純資産総額がピークであった年月 (2013,2014年は調査対象外)

※ 色変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

金融資本市場をめぐる今後の課題

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条第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 (GCLホ 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、GCLホ取引は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

金融資本市場をめぐる今後の課題

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

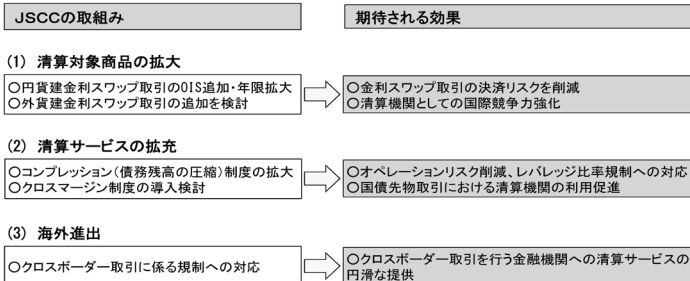
ドイツ	香港	シンガポール	オーストラリア
T+2	T+2	T+3	T+3
1970年代	平成4年6月	平成28年 (提案段階)	平成28年3月 (提案段階)
—	—	平成26年2月 シンガポール証券取引所がT+2化を提案 (具体策を検討中)	平成26年2月 オーストラリア証券取引所がT+2化を提案 平成26年12月 検討体としてMarket Implementation Groupを設置

(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。



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

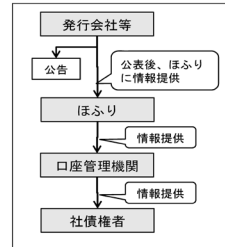
証券保管振替機構(以下「ほふり」という。)のインフラを利用して、社債権者に対して発行会社の情報を伝達するスキームを整備

(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

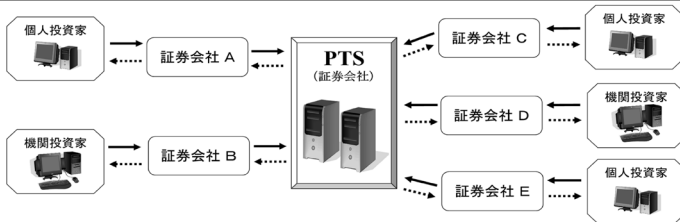
○ PTSとは、電子情報処理組織を利用して、同時に多数の者を相手に、有価証券の売買等を集团的・組織的に行うもので、金融商品取引法における金融商品取引業として位置付けられ、認可制となっている。金融システム改革法(平成10年12月施行)により、取引所集中義務の撤廃と併せて導入された。

○ 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

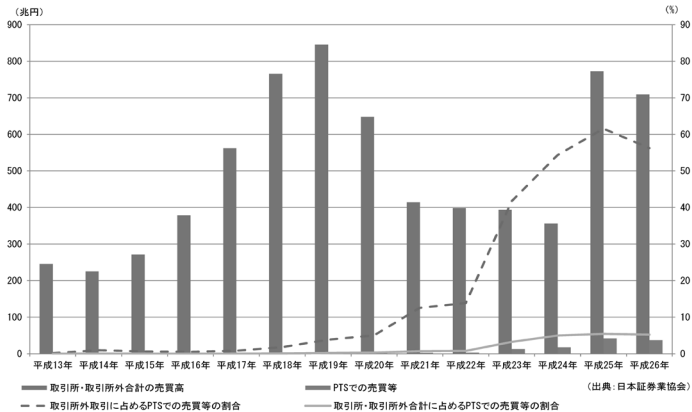
- ・株式: 2社 (SBIジャパンネクスト、チャイェックス・ジャパン)
- ・債券: 6社 (エンサイドットコム、ジェイ・ボンド東短、セントラル東短、トレードウェブ、日本相互、ブルームバーグ)



49

金融資本市場をめぐる今後の課題

PTSにおける年間売買状況等



50

HFTの概況

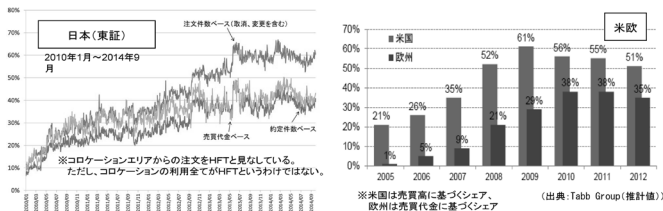
1. HFT(High Frequency Trading)とは・・・

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(MiFID II)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に關し、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に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(MiFID IIの適用まで有効)。
 ※ EUのMiFID II、ドイツのHFT Act共に、当初案に含まれていた「ミリ・秒・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。

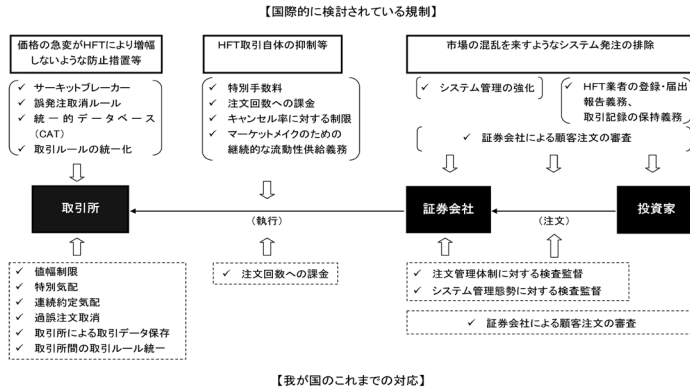
■ 2014年6月5日 SECのホワイト委員長の発言(米国)

SECのホワイト委員長は、HFTに關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
- ✓ 活発なブロップ・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
 - ⇒ 株主が総会議事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・環境問題を是れとするサステナビリティ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

金融資本市場をめぐる今後の課題

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	株式会社 (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 → 数性
- 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。

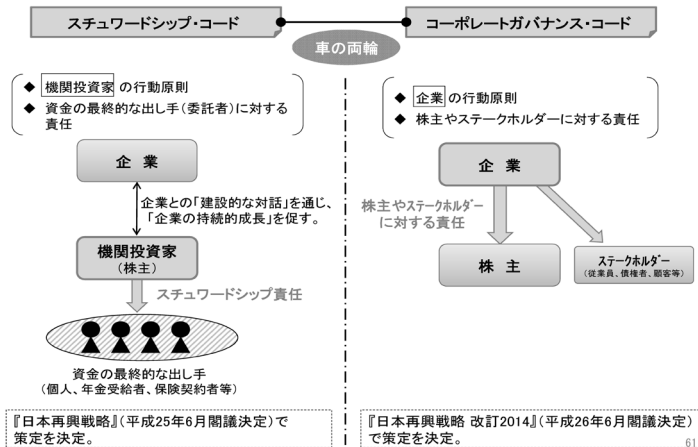
(注)マザーズ・JASDAQの上場会社については、同報告書における「エクスプレイン」の対象をコードの「基本原則」に限定。

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・コードとステュワードシップ・コードの関係



金融資本市場をめぐる今後の課題

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(IOC)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の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

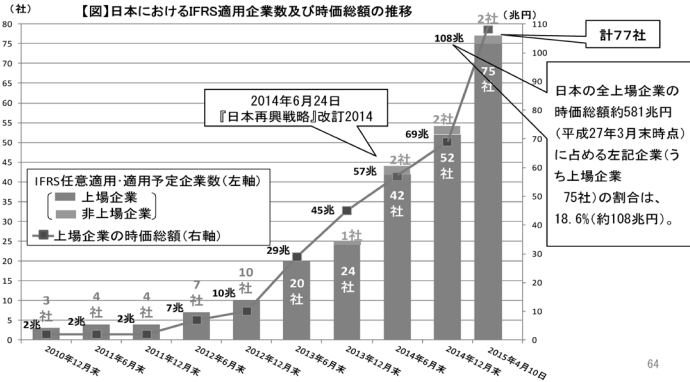
④ IFRSの任意適用企業の拡大促進

- ・ 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、業種の分類(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

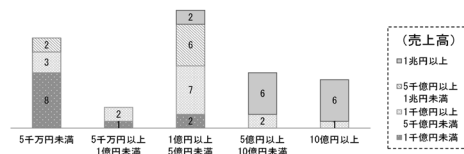
68

『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ある。

⇒ 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、社内ですぐに丁寧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が、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ある。

⇒ 「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、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け入れ等による、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

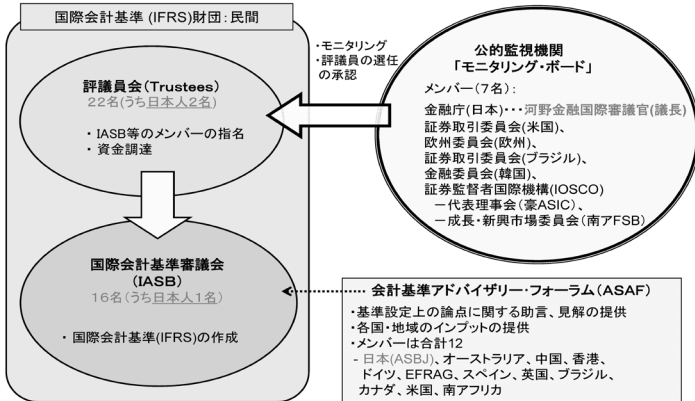
企業・監査法人の双方において、IFRSに精通した会計人材の育成が課題。

○ 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



(2014年10月現在)

72