

## 金融資本市場をめぐる当面の課題

三井 秀 範

御紹介を賜りました金融庁企画市場局長の三井でございます。

私は、昨年七月に企画市場局長に就任し、久しぶりに市場部門を担当することになりました。この分野では、以前、私が市場課長や企業開示課長を務めていた頃にはなかった、さまざまな新しいテーマ・課題が現れてきています。今日は、これらを含め、金融資本市場をめぐる当面の行政上の課題についてお話しします。具体的には、最初に暗号資産を巡る規制について取り上げ、次に、コーポレートガバナンス改革について詳しく説明

させていただきます。その後、ダークプール規制、市場構造のあり方等に関する検討の状況、高齢社会における金融サービスのあり方についても触れたいと思います。

### 一、暗号資産を巡る規制

#### (1) 暗号資産を巡る議論の概要

(仮想通貨交換業等に関する研究会)

仮想通貨については、数年前から海外を中心にマネロンのために使用されるという問題が議論に

なっている中で、国際的に規制導入の要請が高まってきました。具体的には、仮想通貨と法定通貨とが交換される局面に着目し、この交換を行う業者を規制対象として、マネロン規制を及ぼすことが国際的に合意されました。このため、日本では二〇一七年四月より、仮想通貨と法定通貨の交換業者に登録制が導入されました。

その後、二〇一八年一月に、ある仮想通貨交換業者が外部から不正アクセスを受け、顧客から預かっていた仮想通貨約五八〇億円が流出するという事案が発生しました。さらに、二〇一八年九月には、別の仮想通貨交換業者が外部からの不正アクセスを受け、約七〇億円の仮想通貨が流出するという事案が発生しました。

これまで日本では、仮想通貨に対し、専らマネロンの観点から規制を行ってきましたが、このような事案が発生したことも踏まえ、二〇一八年四

月に金融庁内に「仮想通貨交換業等に関する研究会」を設置し、仮想通貨交換業等をめぐる諸問題に対する制度的な対応のあり方について検討を開始しました。

研究会の議論の過程で、次第に議論の幅が広がり、仮想通貨の流出リスクへの対応や仮想通貨交換業者の業務の適正な遂行の確保だけでなく、仮想通貨証拠金取引等への対応やICO (Initial Coin Offering) への対応などについても議論が行われました。この結果、研究会の報告書では、資金決済法の見直しとともに、金融商品取引法による規制の導入などが提言されることになりました。

これを受けて、今通常国会に、資金決済法等の一部改正法案を提出しています（図表1）。ここでは、顧客の暗号資産（今回の法改正に伴い、呼称を従来の「仮想通貨」から「暗号資産」に変更

図表1 資金決済法等改正法案の概要

| 現状                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                       |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 近年の情報通信技術の進展に伴い、金融取引が多様化 → これに対応した制度整備が必要                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                       |
| <b>課題①</b> 暗号資産(仮想通貨)の流出事案の発生や投機対象化<br>↓<br>利用者保護の確保や業務の適正化が必要                                                                                                           | <b>課題②</b> 暗号資産(仮想通貨)を用いた証拠金取引や資金調達(ICO)の登場<br>↓<br>取引ルールの整備・明確化が必要                                                                                                               | <b>課題③</b> 情報・データの利活用の社会的な進展や金融取引の国際化<br>↓<br>金融機関の業務範囲規制の整備等が必要                                                                                                                      |
| 改正の概要                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                       |
| 国際的な動向等を踏まえ、法令上の呼称を「仮想通貨」から「暗号資産」に変更                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                       |
| <b>①暗号資産の交換・管理業務への対応</b><br>◆顧客の暗号資産は、原則として信頼性の高い方法(ウォレット等)で管理することを義務付け<br>◆顧客の暗号資産を流出リスクがある方法(ネットウォレット)で管理する場合には、別途、見合いの弁済原資(同種・同量の暗号資産)を保持することを義務付け<br>◆過剰な広告・勧誘を禁止 など | <b>②暗号資産を用いた新たな取引への対応</b><br>◆暗号資産を用いた証拠金取引について、外国為替証拠金取引(FX取引)と同様に、販売・勧誘規制等を整備<br>◆収益分配を受ける権利が付与されたICOトークンについて、<br>・金融商品取引規制の対象となることを明確化<br>・株式等と同様に、投資家への情報開示の制度や販売・勧誘規制等を整備 など | <b>③情報・データの利活用の進展等への対応</b><br>◆金融機関(銀行、保険会社等)の業務に、顧客に関する情報を同意を得て第三者に提供する業務等を追加<br>◆金融機関が行う店頭デリバティブ取引における証拠金の清算に関し、国際的な取引慣行に対応するための規定を整備 など<br>* PDCAの観点を踏まえ、改正法の施行後5年を目途とする検討規定を附則で措置 |
| ➤ 暗号資産の取引に関するルールの明確化や業務の適正化を通じたイノベーションと利用者保護のバランスの確保<br>➤ 利用者利便の向上や決済の安定性確保を通じた金融の機能に対する信頼の向上                                                                            |                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                       |

しました)について、原則としてコールドウォレットなど信頼性の高い方法で管理することを義務づけるとともに、過剰な広告・勧誘を禁止することとしました。また、暗号資産を用いた証拠金取引について、FX取引と同様に、販売・勧誘規制等を整備するとともに、収益分配を受ける権利が付与されたセキュリティトークンについて、金融商品取引規制の対象となることを明確化しました。

(暗号資産とセキュリティトークン)

暗号資産とは、一般的には、暗号化された電子データで、電子的手段で移転され、支払手段として使われる、財産的価値があるものを指します。

暗号資産は、その性格に応じ、ビットコインなどの発行者がいないものと、発行者がいるものに分かれます。発行者がいるものは、さらに、発行

者が債務を負っていない無権利型トークン、発行者が物・サービス等を提供する債務を負っているユーティリティトークン、発行者が事業収益等を分配することを約束しているセキュリティトークンの三つに分かれます。

今回の法改正で、発行者がいないもの、無権利型トークン、ユーティリティトークンが、資金決済法上の暗号資産とされる一方、セキュリティトークンは暗号資産の定義から除かれ、金融商品取引法上の電子記録移転権利として位置付けられました。これに伴って、暗号資産の販売業者は暗号資産交換業の登録を義務づけられ、電子記録移転権利の販売業者は金融商品取引業の登録を義務づけられることになりました。

なお、改正前の法制の下では、セキュリティトークンは仮想通貨に該当し、仮想通貨交換業の登録が必要とされ、さらに、一定の場合には、金

融商品取引業の登録も必要とされていました。改正法が施行されますと、ICOに伴って発行されるセキュリティトークンは暗号資産から除かれますので、販売業者は暗号資産交換業の登録義務を免れ、もっぱら金融商品取引業の登録だけでよいことになります。二重登録という事態を回避するためです。

## (2) 「仮想通貨交換業等に関する研究会」報告書の概要

### （取引価格の透明性の確保、利益相反の防止）

ここから、研究会報告書のうち、皆様に御関係のあるところをいくつか御紹介していきます。

まず、「仮想通貨交換業者による業務の適正な遂行の確保」に関連して、「取引価格の透明性の確保、利益相反の防止」（1. (2)ア.）を取り上げます。ここで、「一般に、仮想通貨は、その価値

の裏付けとなる資産等がないため本源的な価値を  
観念し難く」と書かれています。研究会で、仮想  
通貨交換業者の業務の適正化について議論を行っ  
ていたとき、仮想通貨の価格がかなり上昇しまし  
た。当時、ICOが盛んになり、そこで発行され  
たオルトコイン（ビットコイン以外の仮想通貨）  
の価格が上昇し、それがオルトコインへの投資を  
呼んで、さらにその価格が上がるという価格上昇  
のサイクルが生じたことが背景にあります。

その過程で、研究会では、仮想通貨にどの程度  
のフェアバリューがあるのかが議論になりました。  
た。研究会のメンバーの経済学者、仮想通貨交換  
業者、実務家の方々は、異口同音に、仮想通貨に  
フェアバリューを観念することは難しい、極端に  
言えば仮想通貨のフェアバリューはゼロであると  
おっしゃっていました。

その意味では、仮想通貨の価格はもっぱら需給

関係のみによって決定されていると言えます。

このことを踏まえ、報告書では、「顧客が妥当  
でない価格で仮想通貨の取引を行うおそれもある  
ため、取引価格の透明性を高めていくことや仮想  
通貨交換業者による利益相反行為を防止していく  
ことが重要」であるとされています。

#### （不公正な現物取引への対応）

次に、「仮想通貨の不公正な現物取引への対  
応」（2.）を取り上げます。

仮想通貨の現物取引を巡っては、仮想通貨交換  
業者に係る未公表情報が漏えいし、情報を得た者  
が利益を得たとされる事案や、仕手グループがS  
NSで特定の仮想通貨の購入をフォロワーに促  
し、価格を吊り上げた上、売り抜けた事案などが  
指摘されています。

参考までに、有価証券取引に関しては、金融商

品取引法において、行為主体を限定せず、罰則付きで、不正行為、風説の流布・偽計・暴行又は脅迫、相場操縦、インサイダー取引が禁止されています。

報告書では、仮想通貨の現物取引と有価証券取引とで意義や重要性に差異があることを踏まえ、「仮想通貨の現物取引については、…現時点で、有価証券の取引と同様の規制を課し、同等の監督・監視体制を構築する必要性までは認められない」としつつ、「利用者保護や不当な利得の抑制の観点から、不公正な現物取引を抑止していくための一定の対応は必要」とされています。

相場操縦に関しては、株式と異なり、そもそも仮想通貨にフェアバリューが存在するののかという問題があります。このため、仮想通貨の場合、何をしたら相場操縦になるのか、必ずしも明確ではありません。しかし、先ほども申し上げましたよ

うに、誰が見てもアンフェアだと思われるような取引が現に行われていることは事実です。このことを踏まえ、報告書では、「全ての有価証券の取引に適用される不正行為の禁止、風説の流布等の禁止と同様の規制に加え、…有価証券の取引における相場操縦に相当する行為の禁止も課すことが考えられる」と書かれています。

インサイダー取引規制に関しては、有価証券取引の場合、インサイダー情報が具体的かつ詳細に定義されており、また、証券取引所の適時開示制度に立脚した仕組みになっています。仮想通貨については、まだ取引所取引が確立していないのが実情です。このため、報告書では、「インサイダー取引規制については、現時点で、法令上、禁止すべき行為を明確に定めることは困難」と書かれています。

(デリバティブ取引)

次に、「仮想通貨デリバティブ取引等への対応」(4.)を取り上げます。

日本では、多くの仮想通貨交換業者において、仮想通貨の証拠金取引が行われています。これは、仮想通貨を原資産とするデリバティブ取引の一形態です。仮想通貨デリバティブ取引について、報告書では、「積極的な社会的意義を見出し難い。…適正な自己責任を求めつつ、一定の規制を設けた上で、利用者保護や適正な取引の確保を図っていく必要がある」「少なくとも、他のデリバティブ取引と同様の業規制を適用することが基本と考えられる」と書かれています。今回の法改正でも、デリバティブの一種であると明示的に位置づけて、金融商品取引法上の店頭デリバティブ規制を及ぼすこととされています。

仮想通貨デリバティブ取引を取引所に上場する

か否かに関しては、研究会に参加した多くの委員が非常に消極的でした。デリバティブ市場は、一般に、現物市場と一体となつて市場の機能を高め、価格発見機能を高める効果を有するとされています。しかし、仮想通貨の場合、そもそもフェアバリューがあるのかどうか疑問があり、価格発見機能と言っても、どのような価格を発見していくのかという問題があります。加えて、取引所に上場されますと、一般投資家も安心して投資できる投資対象であると受け止められるようになります。これらの点を踏まえ、報告書では、仮想通貨デリバティブ取引を「金融商品取引所のような多数の市場参加者による取引が可能な場で取り扱う必要性は、現時点では認められない」と書かれています。

## (ICO)

ここで、「ICOの現状と対応の方向性」(5・

(1) を取り上げます。

ICOとは、一般に、企業等がトークンを電子的に発行して、公衆から法定通貨や仮想通貨の調達を行う行為を総称するものとされています。ICOにおいて発行されるトークンの中には、本質的には、株式など、伝統的な金融商品取引法上の金融商品に近いものが含まれます。

ICOには、投資型、その他権利型、無権利型の三種類があると言われています。ただし、これは便宜上分類したもので、設計の自由度が高いため、実際には、オーダーメイドでどのようなものでも作ることが可能です。

投資型は、発行者が将来的な事業収益等を約束していると考えられるものです。分配の方法は、定額払いであったり、定率払いであったり、売り上げ

に応じて変動したりするなど、いろいろな決め方があるようです。その他権利型は、発行者が将来的に物・サービス等を提供すると約束していると考えられるものです。無権利型は寄付型とも呼ばれ、発行者が何ら責務を負っていないとされるものです。例えば見返りを期待しないで、ビットコインを被災地に振り込むような場合がこれに当たります。

投資型は大変シンプルで、株式や債券など、さまざまな金融商品取引法上の権利をブロックチェーン化したものと考えますと、同法の適用対象として整理することが適当と考えられます。報告書でも、「投資商品の販売と認められるものについては投資に関する金融規制を…参考としながら、必要な対応を行うことが適当」と書かれています。これを受け、今回の法改正では、投資型ICOで発行される、いわゆるセキュリティトークン



ンは、電子記録移転権利として金融商品取引法の規制対象に位置付けられることになりました。

その他権利型ICO又は無権利型ICOについて、報告書では、「支払・決済手段の販売と認められるものについては、決済に関する規制を…参考としながら、必要な対応を行うことが適当」とされています。

次に、「ICOに係る規制の内容」(5.(2))を取り上げます。

投資家が適切な投資判断を行えるよう、IPOに伴う元引き受けでは主幹事証券会社が、また、株式投資型クラウドファンディングでは仲介業者(第一種少額電子募集取扱業者等)が、それぞれ発行者の事業・財務状況を審査する役割を担っています。

ICOにおいてもこうした対応の必要性は変わらないことから、報告書では、「第三者が発行者

の事業・財務状況等を審査する枠組みを構築することが適当」と書かれています。ICOでは、仮想通貨交換業者が金融商品取引法の第一種金融商品取引業の登録を行い、IPOにおける証券会社に相当する役割を果たすことになります。

なお、金融商品取引法では、第二種金融商品取引業に関する規定が置かれています。発行体が投資家に直接アプローチするいわゆる自己募集においては、発行体自身が二種業者として登録した上で、当該業務を行うこととされています。ICOにおいても同様に、自己募集を行う発行体は、二種業者としての登録を求められることとなります。

ICOにおいて発行されるトークンは、パブリック型のブロックチェーン上の仮想通貨と異なり、株式や債券などの有価証券に似た性格があります。このため、取引所への上場も全くありません。

いことではないと考えられますが、どのような上場の姿がありうるのか、まだ具体的なイメージを持つことができないため、現状、この点については中立的な立場です。

ＩＣＯにおいては、発行体が存在しており、インサイダー情報が存在し得ますので、観念的にはインサイダー取引があり得ます。このため、場合によっては、規制の必要性があるかもしれません。しかし、今のインサイダー取引が取引所の適時開示制度を前提としていること、インサイダー情報となり得る重要事実が個別列記されていることとの関係で、これとバランスのとれた形で、ＩＣＯに対してインサイダー取引規制を及ぼすことは困難と考えられます。したがって、ＩＣＯに関しては、当面、インサイダー取引規制の適用は見合わせ、必要な場合は、一般的な不正取引の規定を適用することによって対応することとして

います。

## 二、コーポレートガバナンス改革

### (1) 全体的な取組み

(コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組み)

ここから、コーポレートガバナンス改革についてお話ししていきます。

安倍内閣発足以降、コーポレートガバナンス改革に向けた取組みが進められてきました。実は、私が企業開示課長を務めていた頃にも、コーポレートガバナンス改革にチャレンジしたことがあります。しかし、当時、コーポレートガバナンス改革に対する経済界の受けとめ方には大変厳しいものがありました。日本型経営と相入れないと受け止められたためです。

この五年間、成長戦略の一環として、コーポレートガバナンス改革に取り組んできました。つまり、コーポレートガバナンス改革を、攻めのガバナンスを実現する手がかりと位置付け、改革への取組みが、日本経済、企業経営にプラスになると考えて取組みを進めてきたわけです。

具体的には、二〇一四年二月に、スチュワードシップ・コードを策定しました。ここでは、投資家と企業との対話において、短期的な利益や株主還元などを超えて、中長期的な視点から企業の持続的成長を促すことを求めています。その後、二〇一七年五月にコードの改訂を行いました。

また、二〇一五年六月にはコーポレートガバナンス・コードを策定しました。ここでは、上場企業に対して、幅広いステークホルダーと適切に協働しつつ、中長期的な収益力の改善を図ることを求めています。その後、二〇一八年六月にコード

の改訂を行いました。

こうした取組みを通じて、日本経済全体の好循環を実現することを目指しています。

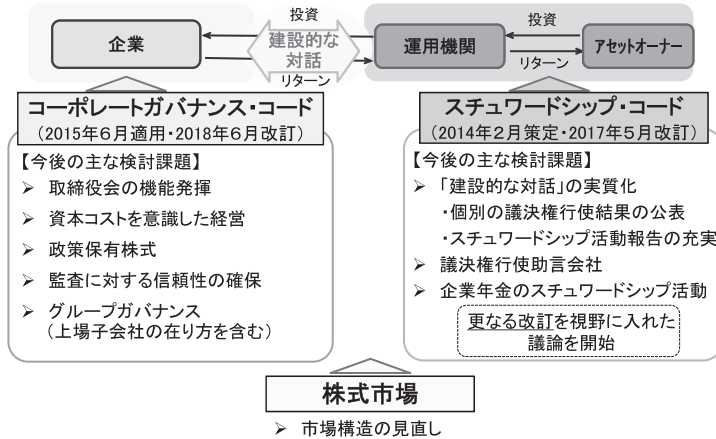
（コーポレートガバナンス改革の全体像と主な検討課題）

私どもは、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは車の両輪であると考えています（図表2）。

スチュワードシップ・コードは、運用機関やアセットオーナーが好循環の原動力になっていくことを目指して策定したものです。現在、コードの再改訂も視野に入れて、運用機関と企業の建設的な対話とはどのようなものか、どうすれば対話が深まるかといったことについて議論を始めたところです。

コーポレートガバナンス・コードに関しては、

図表2 コーポレートガバナンス改革の全体像と主な検討課題



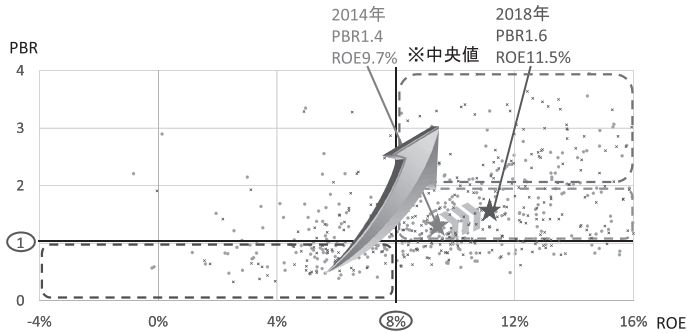
取締役会の機能発揮、資本コストを意識した経営、政策保有株式、監査に対する信頼性の確保、グループガバナンスなどが、今後の主な検討課題になります。

## (2) コーポレートガバナンス・コードに基づく取り組み

(資本コストを意識した経営)

図表3のグラフは、東証一部上場企業のROEとPBRを表示したものです。縦軸がPBR(株価純資産倍率)、横軸がROE(自己資本利益率)を示しています。PBRが一であることは、ブックバリュー(book-value)と時価総額が等しいことを表しています。ゴーイング・コンサンの状態では、PBRは一を超えることを期待されており、多くの場合、二程度はありとされています。また、投資家の立場で投資対象としてポジ

図表3 日本企業のPBRとPER



(出所)Bloombergデータより金融庁作成。グラフは2014年3月末(+)及び2018年の3月末(x)のJPX日経400採用銘柄をプロット。

タイプに見るためには、ROEは、八%程度を超えることが期待されるとされています。このため、グラフでは、PBRが一、ROEが八%のところに線を引いています。

二〇一四年当時、東証一部上場銘柄は約一六〇〇あったのですが、かなり多くの企業が、ROEが八%以下の領域に分布し、ROEの中央値は九・七%にとどまっていました。その後、コーポレートガバナンス改革の他、金融緩和や財政出動などの効果もあり、四年後の二〇一八年には、日本企業のROEはかなり上昇し、中央値は一・五%となりました。

金融庁では、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」を設置し、両コードの実施状況のフォローアップを行っています。この会議において、近江商人の「売り手よし、買い手よし、世間

よし」の三方よしの考え方についてメンバーより報告が行われました。それによりますと、近江商人の初代中井源右衛門が行った商売では、六一年間の年率ROEは一八・八%に上ったようです。当時のインフレ率が〇・九%でしたから、実質ROEは約一八%となります。報告者は、約六〇年間の平均で約一八%の実質ROEという実績を上げているのを見て、さすがに近江商人は立派なものだとおっしゃっていました。当時の帳簿から、彼の商売は、商品一本当りの利益は非常に薄く、回転率を上げ利益総額を増やすことによって、高い資本利益率を実現していたことが確認できるようです。そこで使われた記帳法は、多帳簿制複式決算簿記法と言われるようで、資本の概念が確立していたため、資本利益率を計算することが可能になったとのことでした。

ROEは、売上高利益率、総資産回転率、レバ

レッジのかけ算で表されます。ここからも明らかにように、見かけのROEは、レバレッジを高めることによって上昇します。このため、企業の持続的な収益力の指標としてROEを見るときは、売上高利益率と総資産回転率にもきちんと目を向ける必要があります。日本では、レバレッジが比較的低く、同時に、売上高利益率や総資産回転率も必ずしも高くないのが実情です。

#### （取締役会の機能発揮―社外取締役・女性取締役）

会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促す上で、取締役会の機能の発揮が重要になります。コーポレートガバナンス・コードでは、「独立社外取締役を少なくとも二名以上選任すべきである」とされています。

最近、二名以上の独立社外取締役を選任する企業がかなり増えており、東証一部上場企業では九

一、J P X日経四〇〇対象企業では九七%が、二名以上の独立社外取締役を選任しています。他方、取締役会のダイバシティの状況を見ますと、例えば女性役員については、増加率は非常に高くなっておりますが、絶対水準は世界の水準には遠く及ばない状況です。

#### （政策保有株式）

政策保有株式に関し、改訂後のコーポレートガバナンス・コードでは、「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、…保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである」とされています。

政策保有株式の議決権に占める比率を見ますと、近年、その比率は低下しつつあります。しか

し、保有主体別に、上場会社株式の保有比率を見た場合、銀行や保険会社などの金融機関で保有比率が低下傾向にある一方、事業会社の保有比率はあまり低下していないのが実情です。

政策保有株式についてはいろいろな議論がありますが、今回は、政策保有株式はだめと決めつけるようなことはしていません。政策保有株式の中には、戦略的な価値を有するものもあれば、従来からの経緯で何となく持っているものもあります。そこで、今回のコードの改訂に当たっては、保有目的が適切か、保有の便益がコストに見合っているか等を精査して、保有の適否を検証しその内容を開示していただくことにしました。意味のある政策保有株式であれば、胸を張って説明していただくことによって、投資家との間で中身のあ議論に結びつけていただきたいと考えています。

（開示情報の充実―概要）

二〇一八年六月に、金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」の報告書が取りまとめられました。ここでは、財務情報・記述情報の充実、建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供、情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組み等に関し、具体的な提言が盛り込まれています。

その後、金融庁では、提言の内容を具体化するため、プリンシプルベースのガイダンスの策定、開示のベストプラクティスの収集・公表、内閣府令の改正による開示ルールの策定などの取組みを進めてきています。

（開示情報の充実―企業の記述情報の開示）

従来、日本では、有価証券報告書の記載内容は非常に保守的なものとなっていました。不正確な

内容を記述して指摘を受けるようなことは避けたいという気持ちが強かったためではないかと思われます。具体的に、日本企業の経営者による経営成績等の分析（MD&A）の開示を見ますと、前年度より売り上げが〇・一％減少し、コストが〇・三％減少したので、差し引きで利益が〇・二％増加したというように、単に計数を説明しただけのものがしばしば見られます。

他方、特に欧州では、法定開示書類には、非常に興味深く、中身の濃いさまざまな情報が織り込まれています。海外企業の場合、経営者が自分の言葉で、経営目的、経営目標、一〇年後の見通しなどを語った上で、それに向けて、現在、取り組んでいる施策について具体的に言及している例が見られます。さらに、自社の提供している商品の競争環境やマーケットの質の変化、市場における自社のポジションなどについて、具体的な記述が



なされていることもあります。

中長期的な企業価値の向上や持続的成長という切り口に照らし、有価証券報告書においてこうした中長期的な経営戦略が開示されることが望ましいと言えます。しかし、開示ルールを変えるだけでは、このような変化を実現することは容易ではありません。そこで、金融庁では、全く強制力はないのですが、記述情報の開示の好事例を収集し公表することとしました。ベストプラクティスと言うのは少々面映ゆいので、グッドプラクティスと呼んでいます。ここでは、好事例として着目したポイントについてコメントを付しており、それが多くの会社の有価証券報告書に取り込まれることを期待している次第です。

（開示情報の充実―記述情報の開示に関する原則）

これと並行して、記述情報についてのプリンシ

プルベースのガイダンスとして、「記述情報の開示に関する原則」を策定しました。この原則は、新たな開示事項を加えるのではなく、企業において、これに沿った望ましい開示に向けた取組みが進められることを期待するものです。この原則の総論では、経営目線の議論の適切な反映、重要性（マテリアリティ）、資本コスト等に関する議論の反映、セグメント情報、分かりやすさなどが取り上げられています。

例えば経営目線の議論の適切な反映について申しますと、従来、日本企業では、有価証券報告書のうち経理の状況に関しては経理部が、その他の個所に関しては各セクションにおいて書いたものを、ホチキスでとめて作成するケースが多かったのが実情です。社長の名前が記載されていても、社長の言葉が載っていない有価証券報告書がたくさんありました。上位概念としての経営の考え

方、中位概念としての経営戦略、戦術、目標、さらには、施策の内容やその結果などについて、全体を見渡すような説明がなされていれば、有価証券報告書はより説得力のあるものとなると考えています。

セグメント情報について申しますと、複数のビジネスラインを持つている企業の場合、ビジネスラインごとにマーケット環境、当該企業の強み弱み、将来の成長戦略などが異なってくる可能性があります。その意味で、経営者の目線で事業を適切に区分したセグメント情報は、事業ポートフォリオのあり方について検討を行う上で非常に有益な情報を提供するものになると考えられます。

また、分かりやすさに関して申しますと、図表、グラフ、写真等の積極的な活用により、できる限り分かりやすい表現の仕方を模索してみてもどうかということを提言しています。

### (3) スチュワードシップ・コードに基づく取組み

二〇一四年二月にスチュワードシップ・コードを策定した後、二〇一六年から一七年にかけてさらに踏み込んだ議論を行い、二〇一七年五月にコードの改訂を行いました。改訂に当たっての大きな柱は、個別の議決権行使結果の公表、運用機関の議決権行使の監督、アセットオーナーによるスチュワードシップ活動、スチュワードシップ活動報告等の公表などです。

個別の議決権行使結果の公表については、その後、実施機関が大幅に増加している状況です。

運用機関の議決権行使の監督については、国内大手運用機関において、利益相反を防止するため、議決権行使の監督等を行う第三者委員会の設置が広がってきています。

アセットオーナーのスチュワードシップ活動については、運用委託に当たつてのアセットオー

ナーの考え方が運用機関に及ぼす影響が非常に大きいと考えて取り上げたものです。例えば、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）は既にスチュワードシップ・コードを受け入れているいろいろな活動を行っています。企業年金においても、スチュワードシップ・コードを受け入れる動きが見られます。もともと、現状は、人材が十分に育っていないこと等もあり、まだ緒についたばかりのところではないかと思えます。

スチュワードシップの活動報告等の公表については、対話事例等を記載したスチュワードシップ活動に関するレポートを公表する機関投資家が増加してきています。いろいろと積極的な取り組みがなされている例もありますが、そうではないところもあり、機関投資家によってばらつきがあるというのが実情です。

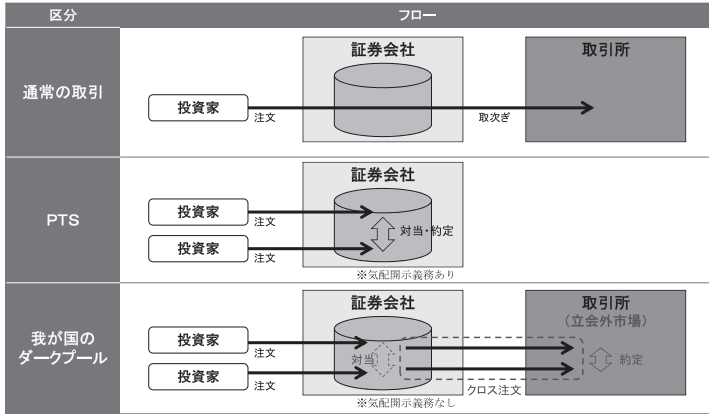
### 三、ダークプール規制

#### （ダークプールの概要）

図表4をご覧ください。通常の取引では、投資家が証券会社に注文を出しますと、それが取引所に取り次がれて取引が成立します。また、PTSと言われ、認可を受けた証券会社が、疑似取引所のような役割を果たす取引の場があります。事实上、証券会社内でマッチングさせ、取引を成立させます。PTSでは、証券会社は気配開示義務を負っています。これに加え、ダークプールと呼ばれる取引の場があります。ダークプールとは、電子的にアクセス可能で、気配情報が公表されないため、取引前透明性のない取引の場です。わが国では、投資家から注文を受けた証券会社が、自社内でマッチングした上、取引所の立会外市場にク

図表4 ダークプールとは

◆ ダークプールとは電子的にアクセス可能で、取引前透明性のない(気配情報を公表しない)取引の場



ロス注文を出して取引を成立させます。

(ダークプールの実態把握の必要性と対応策)

ダークプールについては、これまで何度も議論されてきました。最近では、平成二八年に金融審議会「市場ワーキング・グループ」で議論が行われ、その結果、「将来的に新たな課題や環境変化が生じた場合には、必要に応じ、制度的な対応を検討することが適当」とされ、今後の検討に委ねられることになりました。

直近の市場WGでも、ダークプールについて議論が行われました。平成二八年一二月以降、ダークプールのシェアは大きく伸びているわけではありません。その一方で、個人投資家へのダークプールの間口が広がっている状況にあります。ネット証券会社が個人投資家向けダークプールの提供に参入したためです。日本では、ダークプー

ルは、マーケットインパクトを最小化して、円滑に機関投資家の大口注文を処理するために発達してきた経緯もあり、市場WGでは、個人投資家は十分な理解を持ってダークプールを利用しているのかという問題意識が提起されました。

こうした実情を踏まえ、市場WGでは、ダークプールに関する実態把握を行う仕組みを手当てする必要があるとされました。実態把握に向けた対応策としては、第一に、ダークプールを経由した注文であることを把握できるようにすること、第二に、ダークプールの運営情報を開示・公表させること、第三に、価格改善の実効性を確保することなどが検討されています。

なお、アメリカで行われているようなダークプールに対する詳細な規制は、日本では時期尚早ではないかと考えています。

## 四、市場構造のあり方等に関する 検討の状況

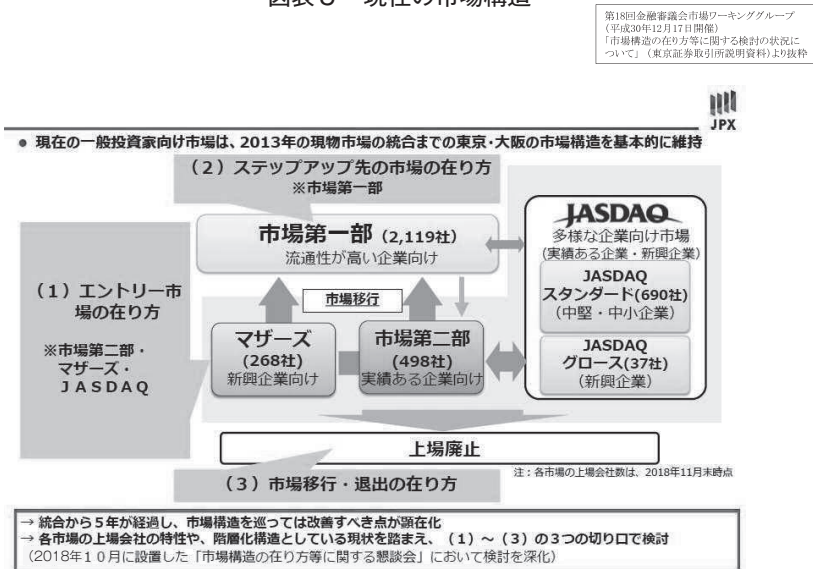
### （現在の市場構造）

ここから、現在、東京証券取引所で検討されている市場構造の見直しについてお話しします（図表5）。

二〇一四年時点で、東証一部上場銘柄は約一六〇〇社でしたが、五年後の現在ではこれが二一九社に上っています。これに加え、二部が四九八社、マザーズが二六八社、JASDAQがスタンダードとグロースを合わせて七二七社となっています。

数が多いことは結構なことかもしれませんが、それぞれの市場のコンセプトが果たして今のままでよいのかという問題があります。と申しますの

図表5 現在の市場構造



は、現在の市場構造は、二〇一三年の現物市場の統合までの東京・大阪の市場構造を基本的に維持したものであるからです。この当たりで、どのような市場構造がよいのか議論していただければと考えています。

なお、海外の取引所を見ますと、NYSE、香港、シンガポールなど、一部・二部などの階層がない取引所があります。また、階層がある取引所では、一部上場企業はかなり少ないのが実情です。ドイツやフランスでは、一部市場は、国際会計基準を使う企業が対象の国際投資家向けの市場となっています。

東証では、市場構造のあり方について、投資家に対して企業の特性の違いを示すこと、及び上場企業の企業価値の向上に側面的に資することの二つの観点から検討がなされていると承知しています。このような観点から市場構造のあり方を見直す

すことによって、国内外の多様な投資家が投資しやすい環境を整備し、上場企業の魅力向上を促進することが可能になると考えられます。

（現在の市場構造を巡る課題）

東証では、これまでの議論を踏まえ、現在の市場構造を巡って三つの課題が提起されています。

一つ目は、各市場区分のコンセプトがあいまいであり、多くの投資家にとって利便性が低いことです。現状、一部と二部は上下関係にあるように思われますが、それらがどの程度上下の関係にあるのかはつきりしていません。一部らしくない企業が一部に入っていると言われることもありま  
す。マザーズとJASDAQはいずれも新興市場のように捉えられていますが、JASDAQには老舗企業もたくさん入っています。

二つ目は、上場企業の持続的な価値向上の動機

付けの点で、期待される役割を十分に果たせていないことです。現状、上場基準がメカニカルなものに偏しており、より実質的な基準があった方がよいのではないかという問題提起が各方面から寄せられています。

三つ目は、投資対象としての機能性と市場代表性を備えた指数が存在しないことです。

（問題の改善に向けた論点整理）

東証において整理された資料では、将来の市場構造のあるべき姿として、上場銘柄の特性に応じた複数の市場を設け、明確なコンセプトに基づいた制度に再設計を行うことが適当とされています。

資料では、具体的なイメージが、A市場、B市場、C市場として整理されています。まず、B市場は、リスクは高いが、高い成長可能性を有する

企業の受け皿となる市場です。A市場はB市場の対極にあり、一般投資家の投資対象としてふさわしい実績のある企業の受け皿となる市場です。C市場は、これらとは異なった切り口で整理され、英文開示をしていたり、国際的会計基準を使っていたり、グローバルなガバナンスをしていたりするなど、グローバルな投資対象となりうる企業の受け皿となる市場です。

市場構造のあり方については、国内でも海外でもいろいろな御意見を頂戴しています。金融庁としても、今後、金融審議会又はその他の適当な場で、さまざまな方の御意見をお聞きしながら議論していきたいと考えているところです。

## 五、高齢社会における金融サービスのあり方

### （日本の高齢者の現状）

ここから、高齢社会における金融サービスのあり方についてお話ししていきます。日本では、世界で最も急速に高齢化が進んでおり、いろいろな分野でこれにどう対応していくかが課題になっておりますが、金融もその例外ではありません。もっとも、金融審議会でも議論しておりますと、高齢化の進展の影響をそれほど深刻に受け止める必要はないのではないかと感じています。

確かに、年齢の高い人が増えているという意味で、日本では高齢化が進んでおりますが、年齢に応じて、肉体的な老化が進んでいるかと申しますと、必ずしもそうではありません。例えば、年齢



と数学的な思考能力との関係を見ますと、日本の六〇歳から六五歳の層のスコアは、OECD平均の四〇歳から四四歳の層のスコアとほぼ同水準となつています。また、二〇〇〇年と一六年で年齢と運動能力の関係を見ますと、一六年の七五歳から七九歳の層の運動能力は、一六年前の七〇歳から七五歳の層の運動能力とほぼ同水準となつています。これ以外でも、歩くスピードと平均寿命の間には相関があるとされていますが、時代が新しくなるにつれ、徐々に歩くスピードが速くなつていくようです。

また、六〇歳の人のうち各年齢まで生存する人の割合を見ますと、二〇一五年の推計では、七八・一％の人が八〇歳まで、二五・三％の人が九五歳まで生存することになると推計されています。五年後、一〇年後には、この割合はさらに高くなつていくでしょう。

以上を踏まえて改めて申し上げたいのは、高齢化が進んでいると言っても、決して悲観することはないということです。これを別の側面から見ますと、人々はより長く働けることになり、また、資産形成の期間が長期化することになります。

#### （長期・積立・分散投資の効果）

金融庁は、これまでから、一般人にとって、長期・積立・分散投資こそ、安定的にリターンが得られる合理的な資産形成手段であると言ってきました。

過去の実績をベースに、国内外の株式・債券に積立・分散投資した場合の収益率を算出しますと、二〇年の長期保有では、投資収益率は年率二％から八％のところに収斂します。長期的に分散投資することによって、ある程度リスクをコントロールしながら、世界経済の成長率程度のリ

ターンが確保できるという結果になっているわけです。このことは、投資の世界では当然のこととされており、アメリカのプルードント・インベスター・ルールもこのような考え方がベースになっていると承知しています。

## 〔高齢社会における金融サービスのあり方〕検討の全体像

金融審議会では、高齢社会の金融サービスのあり方について幅広く議論してきています（図表6）。

この分野のプレイヤーとしては、金融庁、金融業界、国民の他、多くの面で他省庁との関係が出てきます。特に、厚生労働省とは関係が深く、市場WGには厚生労働省の担当者にも参加していただいています。私自身も、厚生労働省の局長に直接面談し、協働してやっていきたいという話をし

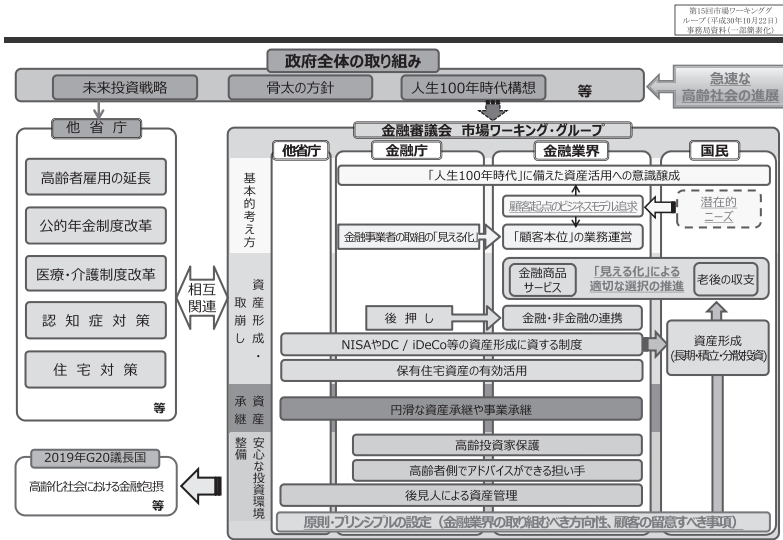
ているところです。

ここで、重要と考えているポイントが二つあります。一つ目は、国民の潜在的ニーズを踏まえた、顧客起点のビジネスモデルの追求です。二つ目は、見える化による適切な選択の推進です。近年、世帯のあり方が多様化してきており、顧客によつてニーズに大きな幅が生じています。金融業界には、それに合わせたサービスの提供が期待されますが、そのためには、顧客自身も、自らの老後の収入や支出などのライフプランを見る化していかなければなりません。同時に、金融業界も、顧客のライフプランにフィットした金融商品を見える化して提供していくことが求められます。

## （検討に当たっての指摘）

長寿化が進行する中、就労の継続による勤労収

図表6 「高齢社会における金融サービスのあり方」検討の全体像



入の確保とともに、それまでに蓄積した資産を有効活用し、財産収入を確保してくことも重要になります。今後は、資産形成期と資産取り崩し期を明確に分けることには意味がなくなり、若年世代から退職後までのライフサイクルを通じて、資産形成・資産管理のあり方を考えていくことが重要になります。

退職後は、年金の受給と資産の取り崩し等によって生活をまかなうこととなりますが、単に資産を取り崩すのではなく、効果的に運用しながら取り崩すことや、住宅資産の活用も含めて考えていく必要があります。

退職世代における次世代への資産移転や事業承継に関しては、生前贈与の仕組みについて改善の余地がないか、相続税制に起因して資産選択にゆがみが生じていないか、円滑な事業承継のため、地域金融機関が提供するサービスを充実させるこ

とができないかなどの検討課題があります。

また、長寿化が進む中で、一人一人の高齢者の認知能力や判断能力に応じた金融商品が提供できるよう、客観的合理性のある商品提供のあり方を検討していく必要があると考えています。この点に関しては、高齢者の立場に立ってアドバイスを行う、インデイベンデント投資アドバイザー（IFA）の充実を図ることも重要になってきます。

（成年後見人による資産管理等）

成年後見制度には、現状、いろいろな課題があると言われています。今後、高齢者の立場に立つて、その資産管理をサポートしていけるかは、社会にとっても、金融ビジネスにとっても大きな課題になります。と同時に、金融ビジネスの立場からは、この分野は一つのビジネスチャンスと捉えることも可能ではないかと思います。

これに関連して、後見制度支援信託の制度があります。現状は、資産管理において元本保証が求められておりますが、被後見人の生活水準の維持・向上のため、一定の要件の下、運用対象を広げることができないかが検討課題となります。なお、アメリカのプルーデント・インベスター・ルールでは、信託財産の分散投資が受託者に義務付けられています。元本が保証された預貯金が最善ではなく、むしろ、ポートフォリオ全体を通じて、リスク・リターンが合理的な投資を実現することが求められているのだと思います。

私の話は以上とさせていただきます。御清聴どうもありがとうございました。（拍手）

**増井理事長** 三井局長、金融資本市場に関し、幅広く多様なお話をいただきありがとうございます。それでは、御質問等があればお出しただ

ければと思います。

**質問者** 最後にお話しいただいた高齢者の保護に関連して、アメリカなどでは、行動経済学等の知見を生かして、金融機関のコンプライアンスを高めようとする研究が行われているようですが、そのような観点からアプローチされているようなことはありますでしょうか。

**三井** 投資家には、損失バイアスが高い、遠い未来より近未来の方を重視するなどの傾向があり、高齢者になると、その程度がより高くなると言われています。審議会では、こうした行動心理学の知見を踏まえて、投資家の投資行動・資産形成行動・資産取り崩し行動などについてプレゼンテーションが行われました。また、金融サービスの提供のあり方、顧客の金融リテラシーの啓蒙などについても議論がなされています。このような議論を進めることで、高齢者向けに限らず、金融サー

ビス全体の底上げにつなげていくことができるのではないかと考えているところです。

**増井理事長** その他に質問はありますでしょうか。

ないようでしたら、私から質問させていただきます。金融庁では、上場企業に対し、コーポレートガバナンス・コードを踏まえた取組みを促してきておられます。しかし、世の中には、こうした取組みに抵抗感を抱く企業も多いのではないかと思います。一般の経営者の理解を深めるための努力が求められていると感じます。

経営者に失礼になるかもしれませんが、ある意味では、経営者のリテラシーが問われているのではないかと思います。コーポレートガバナンス改革の本来の意義がわかっておりませんと、形式が整ってさえいればよいということになりかねません。金融庁としては、上場企業が、コードの趣旨

を十分に理解した上で、各社の実情にに応じて、コードに従うか又は従えない場合は説明するという対応を取ることを期待しておられると思います。が、そうした対応を実現するために、どのような努力あるいは工夫をされているのでしょうか。

**三井** そのような指摘は、さまざまな場面で頂戴しています。

フォローアップ会議でも、川村委員から同様の御指摘を伺いました。コーポレートガバナンスに対して違和感を持っている人を会議にお呼びしてはどうかという提言がありましたので、関経連などからも御参加いただいて議論してきているところです。先ほど御紹介した近江商人の三方よしの話も、そのような議論の中で出てきたものです。

ROEに関しては、フォローアップ会議でも議論がなされ、メンバーの間では、ROEを短期的に高くしても、真に企業をよくすることにはつな

がらないという共通の理解が持たれているように思います。このため、報告書では、ROEという言葉は使っておらず、また、資本コストという言葉を使う場合も、「高める経営」とは言わず、「意識した経営」と言うなど、ワーディングにもかなり注意しています。

今後とも、さまざまな場で、さまざまな意見を持った方に参加していただいて議論を重ね、コーポレートガバナンス改革への理解を深めていただけるようにしていきたいと考えています。

**増井理事長** その他に御質問はございますでしょうか。

それでは、ほぼ時間になりましたので、今日の講演会はこれで終わりたいと思います。大変お忙しい中、講演いただきました三井局長、どうもありがとうございます。（拍手）

(みつい ひでのり・金融庁企画市場局長)

(本稿は、平成三二年四月三日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

三 井 秀 範 氏

略 歴

1983年に大蔵省（現財務省）に入省。スタンフォード大学ロースクール（2000～2001）等への留学を経て、2001年より金融庁にて、監督局監督企画官、総務企画局信用制度参事官、市場課長、企業開示課長、総務企画局総務課長、参事官（監督局担当、信用・官房担当）、総務企画局総括審議官等を歴任し、2015年7月より検査局長、2017年7月より兼務で内閣府地域経済活性化支援機構担当室長。2018年7月より現職。愛知県出身。東京大学法学部卒業。