

わが国金融・資本市場関連の制度・規制改革動向の回顧と展望

吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 2012年のわが国金融・資本市場関連の制度・規制改革、及びそのための議論を振り返ると、注目点として三点挙げることができる。一点目は、わが国金融・資本市場の国際競争力強化に向けた動きである。総合取引所の実現のための金融商品取引法改正、株式市場・社債市場のインフラ整備、会社法制の見直しの検討等が進められた。
2. 二点目は、わが国経済と資金循環の活性化を目的とする施策である。成長マネーの供給拡大のための確定拠出年金制度の普及・拡充や、中小企業の金融支援等が挙げられ、それぞれ閣議決定された「日本再生戦略」、「日本再生加速プログラム」にも盛り込まれた。
3. 三点目は、国際的に合意されたバーゼルⅢやデリバティブ取引規制の国内適用、国際化への対応として会計基準の見直し等である。
4. 2013年の制度・規制改革として注目すべきは、平成25年度税制改正の大綱である。日本版ISAの創設、金融所得課税の一体化、国外財産調書制度の見直し、振替公社債利子等の非居住者非課税制度が盛り込まれた。
5. また、2012年度の金融審議会でも議論された①投資信託・投資法人法制の見直し、②インサイダー取引規制、③金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方（破綻処理の枠組み等）についても、2013年に法改正を含む制度整備が進められることが予定されており、その動向に注意が必要である。

I. はじめに

2012年のわが国金融・資本市場関連の制度・規制改革、及びそのための議論を振り返ると、注目点として三点挙げることができる。一点目は、わが国金融・資本市場の国際競争力強化に向けた動きである。総合取引所の実現のための金融商品取引法（以下、金商法）改正、株式市場・社債市場のインフラ整備、会社法制の見直しの検討等が進められた。二点目は、わが国経済と資金循環の活性化を目的とする施策である。成長マネーの供給拡大

のための確定拠出年金制度の普及・拡充や、中小企業の金融支援等が挙げられ、それぞれ閣議決定された「日本再生戦略」、「日本再生加速プログラム」にも盛り込まれた。三点目は、国際的に合意されたバーゼルⅢやデリバティブ取引規制の国内適用、国際化への対応として会計基準の見直し等である。

新政権となった2013年も引き続きこれらの制度・規制改革が進められると思われるが、特筆すべき点として、金融・資本市場において重要な、少額上場株式等に係る配当所得及び譲渡所得等の非課税措置（日本版ISA）の創設、金融所得課税の一体化、国外財産調書制度の見直し、振替公社債利子等の非居住者非課税制度が平成25年度税制改正の大綱（以下、大綱）に含まれていることが指摘できる。

また、2012年度の金融審議会で議論された①投資信託・投資法人法制の見直し、②インサイダー取引規制、③金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方（破綻処理の枠組み等）についても、2013年に法改正を含む制度整備が進められることが予定されており、その動向に注意が必要である。

制度・規制改革の動向全般については文章末の図表において、金融機関規制・市場規制・取引制度関連、会計・税制関連、企業金融・企業統治・企業結合関連、その他に分類して掲載している。本稿では、主な動きについて取り上げ、その意義等も含め簡潔に説明する。

Ⅱ. 2012年の制度・規制改革動向の回顧

1. 金融機関規制・市場規制・取引制度関連の動き

主な動きとしては、取引制度・システムのインフラ整備、金融規制の強化の2点を挙げることができる。

1) 取引制度・システムのインフラ整備

(1) 総合取引所の実現に向けた動きと取引所の統合

インフラ整備については、省庁を超えて議論されてきた総合取引所の実現に向けた制度整備が一つの大きな注目点である。2009年の金商法改正、2010年10月に発足した金融庁、農林水産省、経済産業省による「総合的な取引所検討チーム」の最終取りまとめ（2012年2月）を経て、2012年9月の金商法改正に至った。この法改正では、商品（コモディティ）が金融商品として位置づけられ¹、商品デリバティブ取引の金融商品取引所での取り扱いが可能となるとともに、取引業者、清算機関等においても証券・金融と商品を横断して取り扱うことができるように制度が整備された。一部の監督権限の行使については、引き続き農林水産大臣、経済産業大臣との協議と同意が必要とされているが、総合的な取引所の実現と利用者の利便性の向上に向けて前進したといえる。

¹ 当面、コメ等を除くとされている。

取引所の統合に関しては、東京証券取引所グループと大阪証券取引所が経営統合について2012年12月11日に金融庁から正式に認可を受け、2013年1月1日には日本取引所グループとして新たにスタートした。引き続き、市場参加者の立場に立った投資商品の拡充や取引システムの効率化等による、わが国証券取引所の国際競争力向上が期待される。

(2) PTSの利用拡大が期待される規制の見直し

伝統的な取引所の競争力強化が進められる一方で、私設取引システム（以下、PTS）についても市場インフラとしての制度整備が行われた。2012年3月28日、日本証券業協会から「取引所外売買の停止に関するガイドライン」が公表され、取引所金融商品市場において売買停止等の措置が採られた際の会員による取引所外売買の取り扱いについて明確化された。システム障害等を理由に取引所金融商品市場において価格形成・流通機能が停止した場合に、PTS等が代替市場として機能することの重要性が指摘されていたことへの対応である。PTS取引の利用拡大を促す改革も実施された。金商法において、取引所金融商品市場外での株券等の買付け等により所有割合が5%を超える場合は、著しく少数の者からの買付け等を除き、公開買付け義務が課されている。制度改正前はPTS取引も規制対象とされていたが、2012年10月の改正により一定の要件を満たすPTSにおける買付け等については適用除外として認められ、この点においてPTS取引が取引所取引と同等の取り扱いとなった。

2) 国際的な金融規制改革への対応

(1) バーゼルⅢの国内適用

バーゼルⅢの国内適用については、国際統一基準行を対象として、2013年3月31日を適用日とする「自己資本比率規制（第1の柱）に関する告示の一部改正」（以下、新告示）が2012年3月31日に施行された²。自己資本比率に係る定義と段階的適用について定められているが、今後適用予定の資本バッファ、流動性、レバレッジに関する規制は含まれていない。流動性規制とレバレッジ比率に係る規制については国際的な合意に向けた議論・調整が進められており、引き続き注意が必要である。

他方、海外営業拠点を有しない国内基準行に対しては、新告示案が2012年12月12日に公表され、2013年1月18日を期限とする意見募集が行われた³。自己資本比率は4%の最低水準が維持されているが、劣後債務は自己資本から除外され、さらにTier1、Tier2という資本区分が廃止され、コア資本に一本化された。新告示案では、バーゼルⅢの国内基準行に対する適用日が2014年3月31日と定められたが、「原則10年間の経過措置を導入し、

² 金融庁ウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/news/23/ginkou/20120330-1.html>) を参照。国際統一基準行を対象とする新告示について詳しくは、小立敬「国際統一基準行にバーゼルⅢの適用を図る金融庁告示の概要」『野村資本市場クォーターリー』2012年春号を参照。

³ 金融庁ウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/news/24/ginkou/20121212-1.html>) を参照。新告示案について詳しくは、小立敬「バーゼルⅢ国内基準に関する金融庁告示案」『野村資本市場クォーターリー』2013年冬号を参照。

十分な移行期間を確保しながら、段階的に実施」⁴するとされた。

(2) 新たな店頭デリバティブ取引規制の導入

店頭デリバティブ取引規制については、世界的な金融危機を受けてグローバルに規制強化の議論が進められており、わが国においても国際的に合意された事項について一部適用が開始された。2010年の金商法改正に伴う関係政令・内閣府令の整備が行われ、決済リスク及びカウンターパーティ・リスクの削減を目的として、店頭デリバティブ取引等に関する清算機関の利用の義務付け、取引情報保存・報告制度が導入され、2012年11月1日から施行された。現在は清算集中義務のフェーズ1として、円金利スワップ（円LIBOR3ヵ月物、同6ヵ月物）とCDS（iTraxx Japan 50）が対象となっており、今後段階的に対象が広げられていくと思われる。また、2012年の金商法改正では店頭デリバティブ取引における電子情報処理組織（電子取引システム）の使用義務付け、電子取引システムを利用した取引の情報等の公表等、が盛り込まれ、公布後3年以内の施行が予定されている。

2. 会計・税制関連の動き

1) 会計制度の国際化への対応

会計に関する重要な動きとしては、企業会計における年金積立不足と包括利益に関する基準等の公表、及び国際会計基準（IFRS）への対応に関する議論、中小企業の会計に関する検討と指針改正の公開草案の公表、が挙げられる。

特にグローバル展開する企業において重要な点として、わが国の会計基準の策定を行う企業会計基準委員会（ASBJ）から2012年5月27日、わが国会計制度における退職給付会計の新基準及び適用指針が公表された⁵。ポイントは、退職給付債務と年金資産の差額である「積立状況を示す額」をそのまま負債あるいは資産として計上することとなり、積立不足額が貸借対照表上で即時に計上されることである。ただし、損益計算上は改正前の遅延認識が継続されるため、費用処理されない部分（未認識項目）は「その他包括利益」に含めて計上される⁶。個別財務諸表においては、当面の間、改正前の取り扱いを継続することとなった。また、同年6月29日には、包括利益会計基準の改正が公表されたが、包括利益についても、当面の間は個別財務諸表には適用しないこととされた⁷。

なお、金融庁企業会計審議会では2012年7月2日、「国際会計基準（IFRS）への対応のあり方についてのこれまでの議論（中間的論点整理）」を公表し、会計基準の国際的な調和

⁴ 金融庁ウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/24/ginkou/20121212-1/01.pdf>）を参照。

⁵ 企業会計基準第26号「退職給付に関する会計基準」、企業会計基準適用指針第25号「退職給付に関する会計基準の適用指針」参照。（https://www.asb.or.jp/asp/asp_j/documents/docs/taikyu-4/）

⁶ 会計処理の詳細については、ASBJ 専門研究員 前田啓著「企業会計基準第26号「退職給付に関する会計基準」及び同適用指針の解説」『季刊会計基準』第37号 特集1を参照。
（https://www.asb.or.jp/asp/asp_j/jnlpickup/feature/20120620/20120620_02.pdf）

⁷ 改正企業会計基準第25号「包括利益の表示に関する会計基準」参照。

（https://www.asb.or.jp/asp/asp_j/documents/docs/hyouji-hokatu_2012/hyouji-hokatu_2012_1.pdf）

に向けた努力を継続する必要があるとされた⁸。

会計制度の国際化が進展する中、中小企業については、中小企業庁と金融庁が共同事務局を務め、中小企業関係者等が中心となって取りまとめる「中小企業の会計に関する検討会」において、非上場企業、特にその大部分を占める中小企業の会計に関する検討が行われてきた。取りまとめとして2012年2月1日に公表された「中小企業の会計に関する基本要領」⁹では、本要領は国際会計基準の影響を受けないものとする事が明記された。

2) 確定拠出年金の普及・拡大に向けた制度改革

税制に関しては、2012年1月から企業型確定拠出年金において従業員拠出（マッチング拠出）が可能となったことが挙げられる。従来は会社のみが掛金を拠出していたが、2011年8月成立の年金確保支援法に基づき、従業員自身も自己資金で追加的に掛金を拠出できるようになった。この制度改革の最大の意義は優遇税制の下で老後の資産形成が行える点にある。従業員が拠出した掛金は全額所得控除（小規模企業共済等掛金控除）の対象となり、運用益非課税と併せ、非常にメリットが大きいといえる。今後は拠出上限額の引き上げ、加入対象者の拡大等による制度の一層の充実が図られることが期待される¹⁰。

3. 企業金融・企業統治・企業結合法制に関する動き

1) 企業金融に関する制度整備と支援策

企業金融に関しては、株式市場・社債市場の活性化のためのインフラ整備、中小企業金融の支援政策の2点が進められた。

(1) エクイティ・ファイナンスに係る制度改革

株式市場において、先述のような取引制度・システム改革も行われたが、企業金融の側面からはライツ・オファリングと募集株券等の配分ルールの整備という2つの重要な改革が行われた。ライツ・オファリングとは、株主全員に新株予約権を無償で割り当てる増資手法である。株主は権利の希釈化を嫌う場合は新株予約権の行使によって希釈化を回避でき、追加出資を嫌う場合は新株予約権を売却することができる。ライツ・オファリングの実施は法制上可能であったが、利用実績がほとんどなかったことから制度改正が進められてきた。2012年2月に2011年の改正金商法に係る関係政令・内閣府令が公布され、実施期間の短縮、発行者のコスト負担軽減、投資者保護の強化等を目的として、①開示書類の負担への対応として手続きの弾力化、②株券等所有割合の変動の特性を踏まえた公開買付

⁸ 金融庁ウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20120702-1.html>) を参照。

⁹ 利用が想定される会社として、金融商品取引法の規制の適用会社以外、あるいは会社法上の会計監査人設置会社以外の株式会社が想定されている。

¹⁰ 確定拠出年金制度の改革について詳しくは、野村亜紀子「確定拠出年金の課題と求められる制度改革」『財界観測』第75巻第4号（2012年秋号）、野村亜紀子「米国確定拠出年金の意義と展望—変化し続ける401(k)プランナー」『証券アナリストジャーナル』49(9)（2011年9月号）、谷野琢治「確定拠出年金制度における資産運用—加入者の商品選定と今後の課題—」（同）を参照。

規制・大量保有報告規制の適用、③インサイダー取引規制の軽微基準の整備、④新株予約権行使の勧誘に係る規制、が実施された。

募集株券等の配分ルールについては、株券等の募集・売出の際の引受において発行者が指定する配分先への売付けである「親引け」の原則禁止の緩和と、発行会社に対する配分先に関する情報提供の制度化の実現が進められた。企業の株式発行による資金調達に関する制度の柔軟化と、配分の際の透明性向上が図られ、ライツ・オファリングの制度整備と合わせて、わが国株式発行市場の機能向上につながると考えられる。

(2) 社債市場の活性化に向けた議論

社債市場についても重要な進展が見られ、日本証券業協会において 2009 年 7 月に設置された「社債市場の活性化に関する懇談会」、及び傘下のワーキング・グループでの検討を踏まえ、2012 年 7 月に報告書「社債市場の活性化に向けた取組み」が取りまとめられた¹¹。わが国社債市場の活性化を図るための具体的取組みとして、①機動的な起債を目的とする証券会社による引受審査の見直し、②投資家による十分かつ適切な情報に基づいた投資判断のための社債契約上の特約条項（以下、コベナンツ）の付与及び情報開示、③相対的に信用リスクの高い社債の発行を促すための社債管理のあり方、④社債市場の透明性向上を図る価格情報インフラの整備、が盛り込まれた。このうち、②のコベナンツについては同年 9 月 18 日、米国の事例等を参考にコベナンツモデル（参考モデル）が公表され、例えば、社債発行会社の債務返済能力を毀損するような合併や大株主の移動を発動条件とする条項等が例示されている。④の価格情報インフラ整備については 2013 年 1 月 1 日から一部の社債取引情報が日本証券業協会に報告され、さらに価格情報の公表に向けた議論が行われる方向である。先述のように銀行に対する規制強化が進みつつある中、社債市場のインフラ整備は企業の資金調達手段の多様化を通じ、わが国金融・資本市場の厚みを増すこととなる。

(3) 中小企業の金融支援

大企業による活用が中心となっている株式・社債市場のインフラ整備とともに、中小企業の金融支援策も講じられた¹²。中小企業金融円滑化法の期限である 2012 年度末を控え、2012 年 4 月 20 日に内閣府・金融庁・中小企業庁から「中小企業金融円滑化法の最終延長を踏まえた中小企業の経営支援のための政策パッケージ」が公表された。特徴としては、大手の航空会社や通信会社の経営再建にも関わった企業再生支援機構¹³における中小企業の経営再生支援体制の強化や、同機構・中小企業再生支援協議会・金融機関等の連携と「中

¹¹ 日本証券業協会ウェブサイト (http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/index.html) を参照。

¹² 中小企業金融の支援政策について詳しくは、神山哲也「成長戦略に欠かせない中小企業への金融支援策」『野村資本市場クォーターリー』2013 年冬号ウェブサイト版を参照。

¹³ 2013 年 3 月 18 日に地域経済活性化支援機構に商号を変更し、事業再生支援に加えて、地域経済活性化支援に関わる新たな業務を担う組織として再出発 (<http://www.revic.co.jp/pdf/news/2013/130318newsrelease.pdf>)。

小企業支援ネットワーク」の構築、経営改善・事業再生支援の環境整備として事業再生ファンドの設立の促進等、幅広く多岐にわたる内容が含まれる点が挙げられる。

中小企業金融円滑化法の期限到来への対応の必要性については「日本再生加速プログラム」でも重視されており¹⁴、企業再生支援機構による支援期限の延長が盛り込まれた。また、「国内設備投資を促進するための税制措置の創設」等、税制改正大綱においても配慮されていることから、2013年以降も引き続き重要政策の一つとなろう。

2) 企業統治・企業結合法制の整備に向けた議論

企業統治・企業結合法制については、2012年9月7日に採択された法務省法制審議会による「会社法制の見直しに関する要綱」の取りまとめが注目された¹⁵。会社のステークホルダーからの信頼性確保を掲げ、企業統治の在り方や親子会社に関する規律等を見直すものである。企業統治の在り方の見直しでは、例えば、取締役会設置会社においては社外取締役の選任は義務付けられていないが、一部の大会社については社外取締役を置かない場合にはその理由を開示することが求められるとした¹⁶。また、過半数が社外取締役で構成される監査・監督委員会設置会社の制度創設や、会計監査人の独立性強化が盛り込まれ、特に会計と監査の面からガバナンスの強化が図られた。親子会社に関する規律の見直しとしては、親会社株主の保護を目的に、一定の条件の下で親会社株主が子会社の取締役等を責任追及のために提訴することができる制度（多重代表訴訟制度）が盛り込まれた¹⁷。

また、株主が不利益を受ける恐れがあるケースが予想される組織再編や支配株主の異動を伴う募集株式の割り当てにおいては、それぞれ差止請求制度や株主総会決議の義務付けによって対応がなされた。このような制度整備は先述の社債のコベナントと同様に投資家保護に資する施策といえる。

今後は本要綱に基づく会社法の改正が進められることとなるが、わが国企業のコーポレート・ガバナンスの向上と国内外の投資家からの一層の信頼確保につながることを期待される。

Ⅲ. 2013年の制度・規制改革に向けた動き

1. 税制改正大綱に盛り込まれた金融・資本市場に関する施策

2013年の制度・規制改革を考える上で、最も注目すべきは2013年1月29日に閣議決定された税制改正大綱である¹⁸。金融・資本市場における重要項目として、金融所得課税の一体化、日本版ISA、国外財産調書制度、振替公社債利子等の非居住者非課税制度が盛り

¹⁴ 内閣府ウェブサイト (http://www5.cao.go.jp/keizai1/keizaitaisaku/2012/1130_01taisaku.pdf) を参照。

¹⁵ 法務省ウェブサイト (<http://www.moj.go.jp/shingi1/shingi03500016.html>) を参照。

¹⁶ 英国の“comply or explain”の考え方に倣った規律である。

¹⁷ 親会社の議決権又は発行済み株式の1%以上保有、対象が重要な子会社の取締役等、といった要件が存在。

¹⁸ 財務省ウェブサイト (http://www.mof.go.jp/tax_policy/tax_reform/outline/fy2013/250129taikou.pdf) を参照。

込まれている。

金融所得課税については、金融所得間の課税方式の均衡化と損益通算範囲の拡大を柱に、一体化に向けた取り組みの必要性が指摘されてきた。一体化により、課税方式の違いに左右されずに金融商品が選択されるようになり、「公平・中立・簡素」という税の3原則からも望ましいと考えられる。

現行税制では、上場株式等の譲渡損益と配当所得の間での損益通算が可能で、軽減税率10%が課されている。大綱では、上場株式等の譲渡所得及び配当所得の税率を本則の20%とし、現行税制では非課税とされていた公社債等の譲渡所得については非課税の対象から除外した上で、2016年1月1日以降は損益通算の対象に公社債等の譲渡損益及び利子所得を加えることが可能となった。損益通算をしても控除しきれない損失金額は、引き続き翌年以後の3年間にわたり繰越控除が可能である。

日本版ISAは、個人の株式市場への参加を促進する観点から平成21年度税制改正大綱において言及された非課税措置である¹⁹。現行では2014年から3年間の時限措置であるが、「日本再生戦略」において家計における長期・分散投資による資産形成の機会の提供という観点から所要の検討が行われることとされ、こうした政策目的の達成には平成22年度税制改正大綱で定められたものでは不十分であることから恒久化が求められていた。

大綱では、非課税口座を開設することができる期間が2014年1月1日から2023年12月31日までの10年間に拡張され、投資資金の非課税維持期間は非課税口座に受け入れた年の1月1日から5年を経過する日までとされ、その期間内に支払いを受ける当該口座内上場株式等の配当及び譲渡所得等が非課税対象となった。ある年における新規の非課税投資金額の上限は100万円、非課税投資総額は500万円（年間100万円×5年）とされた。日本版ISAのモデルとなった英国のIndividual Savings Accountのように幅広く普及する制度となることが期待されている²⁰。

投資家における負担の軽減につながるものとしては、国外財産調書制度の見直しが挙げられる。平成24年度税制改正において創設され、国外財産に関する情報の把握が困難である実態に対応した改正であった。しかし、課税当局による把握が困難とはいえないにもかかわらず、「国内金融機関の口座で管理している外国株式・債券・外国籍投資信託等の有価証券」にも調書の提出が求められ、投資家の負担となることが懸念されていた。大綱で対象から除外され、制度の適正化が図られたといえる。

また、外国人投資家の負担軽減として、振替社債利子等の非居住者非課税制度が恒久化された。平成22年度税制改正において2013年までの3年間の時限措置として導入されたが、日本証券業協会の「社債市場の活性化に関する懇談会」報告書において、わが国社債

¹⁹ 財務省ウェブサイト (http://www.mof.go.jp/tax_policy/tax_reform/outline/fy2010/zei001b.htm) を参照。

²⁰ 日本証券業協会「英国のISA (Individual Savings Account) の実施状況等について～英国のISAの実態調査報告」(http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/houkoku_uk_isa_20121127.pdf) を参照。なお、教育資金積立に関する税制優遇として英国のジュニアISAに類似した制度が、「成長ファイナンス推進会議」において検討されたが、大綱では投資優遇制度は採用されず、「教育資金の一括贈与に係る贈与税の非課税措置」を講ずることに留まった。

市場活性化のため恒久化に向けた働きかけを行う必要性が指摘されていた。

2. 金融審議会での議論を踏まえた改革の展望

税制改正以外の大きな規制・制度改革に向けた話題としては、金融庁金融審議会のワーキング・グループ（以下、WG）における討議・報告書等を踏まえた法改正につながる動きが指摘できる。

1) 我が国金融業の中長期的な在り方に関するワーキング・グループ

このWGでは、わが国の金融業の中長期的な在り方について検討・審議が行われ、2012年5月28日にはその現状と展望について報告書が公表された²¹。「官民が、我が国金融機能の向上・活性化に向けて、持続的な対話」を行うものとして開催された官民ラウンドテーブル²²は、本報告書を踏まえたものである。同会合では、官民双方の実務家による作業部会において自由闊達に議論を深めることで合意され、3つの作業部会（①我が国企業・金融機関の国際展開の拡充、②中小企業金融の向上、③高齢化社会に対応した金融サービスの向上）が設けられて議論が始まっている。

2) 投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ

投信・投資法人WGでは、投資信託については、①運営の効率性向上のための制度の見直し等、②一般投資家の投資判断のための環境整備等が、投資法人に関しては、①財務基盤の安定性向上、②取引の透明性確保等について議論され、最終報告が取りまとめられた²³。

投資信託について、一般投資家の立場から特筆すべき点は情報提供の改善にある。具体的には、①一般投資家の理解の深化を目的とする運用報告書の記載・提供方法の改善、②累積損益の把握を助けるトータルリターンの通知制度の導入、③販売手数料・信託報酬に関する説明、及びリスク等についての情報提供の充実等が盛り込まれた。

また、一般投資家と資産運用業者ともに関心が高い点として、投資信託運営の効率性向上を目的とする規制の柔軟化が挙げられる。具体的には、①書面決議を必要とする範囲の見直し、②業務効率向上のための外部委託、及び合理的な範囲での運用財産の相互間取引に関する規制の明確化、③受益者保護に問題がない場合に限る金銭設定・償還の例外範囲の拡大等が含まれた。

投資信託については他に、デリバティブ取引に係るリスク制限といった運用財産の内容についての制限、MRF等における運用会社等による損失補填等に関し、制度整備や措置の検討が提案された。

投資法人法制について、主として不動産投資信託（Jリート）の財務基盤の安定性向上を目的に、①ライツ・オフリング、無償減資、自己投資口取得の導入に向けた制度整備、

²¹ 金融庁ウェブサイト (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20120528-1.html) を参照。

²² 金融庁ウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/singi/kan-min/kaisai/20120925.html>) を参照。

²³ 金融庁ウェブサイト (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1.html) を参照。

②簡易合併要件の見直しが適当とされた。また、取引の透明性確保として、①投資家の信頼を高める意思決定確保のための仕組み、②インサイダー取引規制の導入が盛り込まれた。

WG 最終報告は、2013 年中に予定される投資信託及び投資法人に関する法改正を含む制度整備において基本的な考え方を提示するものとして位置づけられている。今後、長期の資産形成手段としての投資信託・投資法人の制度整備の進展と、投資信託及び J リート市場のさらなる発展が期待される。

3) インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ

インサイダー取引規制 WG では、近年のインサイダー取引事案に鑑み、①情報伝達・取引推奨行為に対する規制、②「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の見直し、を中心に議論され、報告書が取りまとめられた²⁴。

①については、上場会社の通常の業務・活動に支障が生じないように留意し、また欧米において実務上は情報受領者が取引を行った場合に限って制裁等が行われている状況等を踏まえて議論された。そのため、情報伝達・取引推奨行為のみを規制の対象とはせず、「取引を行わせる目的」（主観的要件）と「インサイダー取引等が行われたこと」（取引要件）を条件に、刑事罰・課徴金の対象となる不正行為を限定することが適当とされた。

違反行為の抑止策として、証券市場のゲートキーパーである証券会社等には、氏名の公表とともに、課徴金は抑止効果の高い計算方法とすることが適当とされた。また、取引上の立場を利用して未公表の重要事実を要求した機関投資家等において違反行為の中心的役割を担った運用担当者等についても、抑止策として氏名公表が盛り込まれた。

②の課徴金は、資産運用業者に対し、抑止効果が期待できる課徴金額の水準にするため、違反行為によって享受する利得を十分にとらえた計算方法とすることが適当とされた。

公正で透明性の高い市場の確立に向け、本報告書の趣旨を踏まえた制度整備等の取り組みが進められることが期待されている。

4) 金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するワーキング・グループ

銀行規制等 WG では、①金融機関の秩序ある処理の枠組み（破綻処理）、②銀行等による議決権保有規制（5%ルール）、③銀行等の大口信用供与等規制、④外国銀行支店に対する規制、⑤外国銀行の業務の代理・媒介に関する制度の導入・見直しについて議論され、2013 年 1 月 28 日に報告書が公表された²⁵。

注目すべきは、国際的にも議論が行われている金融機関の破綻処理である。世界的な金融危機において、システム上重要な金融機関の破綻等が金融市場を通じて伝播し、実体経済に深刻な影響を及ぼす恐れがあることが明らかとなったことから、預金保険法とは別に、金融機関の秩序ある処理の枠組みを整備する必要があると認識された。金融業全体（預金

²⁴ 金融庁ウェブサイト (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1.html) を参照。

²⁵ 金融庁ウェブサイト (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20130128-1.html) を参照。

取扱金融機関、保険会社、金融商品取引業者、金融持株会社等）を対象とし、市場の著しい混乱回避のために必要と認められる場合は預金保険機構による関与（監視・命令・財産処分等）の下で処理を行うことが適当とされた。具体的な枠組みは、「債務超過でないことを前提」とする場合と「債務超過等」の場合に分けて示された。前者においては、対象金融機関は金融システム上重要な取引の縮小・解消を図りつつ、預金保険機構から流動性供給を受け、市場の安定のために全債務を約定通り履行させる。最終的には、預金保険機構の関与の終了に向けて預金保険機構が優先株式等の引受け、資産の売却、事業の譲渡等を行うことを可能とする措置も必要とされた。後者においては、金融システムの安定を図るために不可欠な債務等を承継金融機関に迅速に引き継ぎ、必要に応じて資金援助も行いつつ当該債務等を履行させ、その他の債務は清算するという枠組みである。秩序ある処理に伴う費用は、金融業界の事後負担が原則とされた。

また、5%ルールについては銀行等とその子会社が国内の一般事業会社の議決権を合算して5%を超えて保有することが原則禁止されているが、地域経済における資本性資金の供給主体としての役割を發揮するため、要件を限定して規制を緩和することが示された。緩和されるケースとして、事業再生（の途上にある）会社、ベンチャービジネス会社、地域経済を面的にとらえて再生するための事業会社の議決権、事業承継に伴う議決権の取得・保有等が列挙された。

外国銀行の業務の代理・媒介は、国内企業の海外進出が進む中、主に地域銀行が業務提携先外国銀行の金融商品・サービスの代理・媒介を通じ、海外に進出した国内企業を支援する重要性が増していることへの対応と考えられる。

本報告書を踏まえた制度整備は、国際的な金融規制改革の議論の急速な進展や、わが国金融業界の機能強化という視点からも非常に重要といえよう。

2013年の規制・制度改革は、税制改正大綱や金融審議会報告書等から重要な進展が見られた。引き続き、わが国経済と資金循環の活性化、金融・資本市場の国際競争力強化、国際的な合意に基づく規制の枠組み構築が進むと考えられ、その動向から目が離せない。

図表 わが国における金融・資本市場関連の制度・規制改革動向

	金融機関規制・市場規制・取引制度関連	会計・税制関連	企業金融・企業統治・企業結合関連	その他(資産運用等)	海外の主な出来事(参考)
2012年 1月	東京証券取引所(東証)、「売買単位の100株と1000株への移行期限の決定について」を公表。			企業型確定拠出年金の従業員拠出(マッチング拠出)導入。	格付会社S&P、ユーロ圏9カ国(フランス、イタリア、スペイン、ポルトガル等)の格付けを引き下げ。格付会社フィッチ・レーティングスも、ユーロ圏5カ国の格付けを引き下げ。
2月	株式等のブロックレードを円滑化(2011年金商法等改正に係る政令・内閣府令等公布、4月1日施行)。 金融庁・農林水産省・経済産業省、「総合的な取引所検討チーム取りまとめ」を公表。	中小企業の会計に関する検討会、「中小企業の会計に関する基本要領」を公表(金融庁・中小企業庁が共同事務局、最終報告書は3月公表)。	ライツ・オファリングに係る開示制度等を整備(同左)。 銀行・保険会社等金融機関本体によるファイナンス・リース取引の活用を解禁(同上)。 英文開示の対象範囲を有価証券届出書等の発行開示書類及び臨時報告書に拡大(同上)。	プロ等に限定した投資運用業の規制を緩和(同左)。	ギリシャの格付けについて、格付会社S&PがSD(選択的不履行)に、格付会社フィッチ・レーティングが(デフォルトが不可避、もしくは差し迫っているとされる)Cに引き下げ。 欧州中央銀行、流動性供給オペの適格担保からギリシャ国債を一時的に除外することを発表。
3月	日本証券業協会(日証協)、「取引所外売買の停止に関するガイドライン」を制定(4月1日施行)。 金融庁、バーゼルⅢの国内適用における国際統一基準の取り扱いについて、「自己資本比率規制(第1の柱)に関する告示の一部改正」を公表(公布、2013年3月31日適用)。	日本版ISAの使い勝手を向上(非課税口座年間取引報告書の記載事項の簡素化等)、復興資金の調達に資する社債の利子に係る非課税措置(東日本大震災復興特別区域、海外投資家に限定)を導入(平成24年度税制改正)。 中小企業の会計に関する検討会、中小企業の実務のための中小会計要領の普及・活用に向けての取り組みをまとめた最終報告書を公表(金融庁・中小企業庁が共同事務局)。	東証、「業績予想開示に関する実務上の取扱いについて」を公表。 有価証券報告書及び有価証券届出書における記載内容について、社外取締役等に関する開示内容を明確化(企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令公布・施行)。 中小企業金融円滑化法の期限を2013年3月31日まで1年間延長(改正法公布・施行)。 銀行等保有株式取得機構による銀行等保有株式等の買取期限を2017年3月31日まで5年間延長(改正法公布・施行)。	民間資金等の活用による公共施設等の整備等に関する事業(PFI事業)の実施に関する基本方針を閣議決定。	米議会下院、雇用創出及び経済成長を達成することを目指すJOBS法を可決。4月にオバマ大統領が署名し成立。 欧州議会、OTCデリバティブ規制法案を可決。清算義務と取引情報の報告義務の遵守期限は、欧州証券市場機構等により策定される細則によって定められる。 格付会社ムーディーズ、ギリシャの格付けをCaから(通常、デフォルトに陥っている)Cへ引き下げ。
4月	金融庁、空売り規制・自己株式取得に係る時限措置を10月31日まで半年間延長(内閣府令・告示公布、5月1日施行)。	法人税率引き下げ、復興特別法人税創設。	内閣府・金融庁・中小企業庁、「中小企業金融円滑化法の最終延長を踏まえた中小企業の経営支援のための政策パッケージ」を公表。		米金融安定監督カウンスル(FSOC)、システム上重要な金融機関(SIFI)であるノンバンクを3段階のプロセスに基づく精査の結果で指定するプロセスを採択。
5月	店頭デリバティブ取引等に関する清算機関の利用の義務付け、取引情報保存・報告制度の創設(2010年金商法改正に係る政令公布、7月に内閣府令等公布、ともに11月1日施行)。	企業会計基準委員会、退職給付に関する会計基準等を見直し、貸借対照表(連結)において積立不足額を即時計上する会計基準及び適用指針を公表(2013年4月1日以後開始事業年度の年度末から適用)。		金融庁金融審議会、我が国金融業の中長期的な在り方に関するWGの審議を踏まえ、「我が国金融業の中長期的な在り方について(現状と展望)」を公表。	ソーシャル・ネットワークング・サービス(SNS)大手フェイスブック、ナスダック取引所に上場。技術的問題によるシステム障害で初日に取引開始が30分間遅延。

図表 わが国における金融・資本市場関連の制度・規制改革動向

	金融機関規制・市場規制・取引制度関連	会計・税制関連	企業金融・企業統治・企業結合関連	その他(資産運用等)	海外の主な出来事(参考)
6月	日証協、「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」報告書を公表。 金融庁、国内基準行による自己資本の算出において、保有有価証券の評価損を反映しなくてよとする緩和措置を恒久化(自己資本比率規制の一部を弾力化する特例告示公布・適用)。	企業会計基準委員会、包括利益の表示に関する会計基準を公表し、当の間、個別財務諸表には適用しないことを決定。			米証券取引委員会(SEC)、2013年2月4日以降、サーキットブレーカー(株価急落時に証券取引所が取引を一時的に止める措置)制度を強化すると発表。
7月	東証、TOKYO AIM取引所を吸収合併して、プロ投資家向け株式市場のTOKYO AIMをTOKYO PRO Marketに改称。プロ投資家向け債券市場のTOKYO PRO-BOND Marketと合わせて運営。 東証、「インサイダー取引防止の徹底に向けた取組み等について」を公表。	金融庁企業会計審議会、今後の継続した議論のために「国際会計基準(IFRS)への対応のあり方についてのこれまでの議論(中間的論点整理)」を公表。	日証協、「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則」を改正(10月1日施行)。 日証協、「社債市場の活性化に向けた取組み」を公表。	「日本再生戦略」を閣議決定。国民金融資産の形成支援を通じた成長マネーの供給拡大のため、確定拠出年金の普及・拡充、日本版ISAの拡充、休眠口座活用に向けた調査・制度整備、Jリート市場の活性化等が盛り込まれる。	ニューヨーク連邦準備銀行・イングランド銀行(BOE)、ロンドン銀行間取引金利(LIBOR)の不正操作問題を2008年時点で把握していたことを公表。
8月		社会保障と税の一体改革関連法案成立。消費税法の一部改正を含む。	法務省法制審議会会社法制部会、会社法制の見直しに関する要綱案」を公表(9月7日に原案通り採択)。		米証券仲介大手ナイト・キャピタル、取引ソフトウェアの不備による大量の誤発注。 フランス、一部の株式取引に金融取引税を導入。
9月	「総合的な取引所」の実現に向けた制度整備(分別管理制度、投資者保護基金など)、店頭デリバティブ規制の整備(電子取引基盤の利用義務など)、課徴金制度の見直し(対象となる行為・取引の追加、調査権限の拡大)、インサイダー取引規制の見直し(適用除外の設定)(2012年改正金商法成立・公布)。		日証協、社債市場の発達した米国等を参考にして、社債のコベナントモデル(参考モデル)を公表。	金融庁、業界団体や政府系金融機関等と官民ラウンドテーブル開催。	米連邦準備制度理事会、量的緩和策第3弾(QE3)を発表し、毎月400億ドルの住宅ローン担保証券(MBS)の買入れ等を決定。 英金融サービス機構(FSA)、LIBOR改革の最終提案を公表。
10月	日本証券クリアリング機構、円金利スワップに係る清算業務を開始。 私設取引システムにおける取引に係る公開買付規制(5%ルール)の適用免除(金融商品取引法施行令・内閣府令の改正の公布・施行)。 金融庁、空売り規制・自己株式取得に係る時限措置を2013年4月30日まで半年間延長(内閣府令・告示公布、11月1日施行)。				証券監督者国際機構(IOSCO)、MMFIに関する政策提言を公表。

図表 わが国における金融・資本市場関連の制度・規制改革動向

	金融機関規制・市場規制・取引制度関連	会計・税制関連	企業金融・企業統治・企業結合関連	その他(資産運用等)	海外の主な出来事(参考)
11月		<p>日本税理士会連合会・日本公認会計士協会・日本商工会議所・企業会計基準委員会、経営者にとって利用しやすいものとするを目的に「中小企業の会計に関する指針」の改正に関する公開草案を公表。</p> <p>日本証券業協会、日本版ISAの取組みや今後の税制改正等の議論のために「英国のISA(Individual Savings Account)の実施状況等について」を公表。</p>	<p>「日本再生加速プログラム」を閣議決定。米国のJOBS法を踏まえた証券市場活性化、金融円滑化法期限到来後を見据えた中小企業の事業再生支援強化等の方針を提示。</p>		<p>ニューヨーク証券取引所、システム・エラーにより約200銘柄で取引障害発生。</p>
12月	<p>東証、市場第一部から第二部への指定替え・上場廃止基準のうち、時価総額・流通株式時価総額基準について、緩和措置を2013年12月末まで1年間延長。</p> <p>金融庁、東証グループと大証の合併を認可。</p> <p>金融庁、バーゼルⅢの国内適用における国内基準の取り扱いについて、「自己資本比率規制(第1の柱)に関する告示の一部改正案」を公表(2014年3月31日適用)。</p> <p>金融庁金融審議会、インサイダー取引規制に関するWG報告書を公表。情報伝達・取引推奨行為等に対する抑止策の必要性を指摘。</p>		<p>日本証券業協会、社債の価格情報インフラの整備を目的に、社債の取引の報告に係る規定の整備を行うため、「公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則」の一部改正(2013年1月1日施行)。</p>	<p>金融庁金融審議会、投資信託・投資法人法制の見直しに関するWGの最終報告を公表。効率的な投資信託運営のための規制の柔軟化、一般投資家向けの運用報告書の改善、投資法人の資金調達手段の多様化等について提言。</p>	<p>米連邦預金保険公社(FDIC)・BOE、米国及び英国における大規模かつ複雑な金融機関の破綻処理戦略に関するジョイント・ペーパーを公表。</p> <p>欧州議会、金融取引税の導入に11カ国が賛同。</p> <p>欧州連合理事会、金融機関の単一監督メカニズム(SSM)の設立で合意。</p> <p>ESMA、スイス当局との間でヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティといった投資ファンドの監督における協力で合意。</p>
2013年 予定	<ul style="list-style-type: none"> 金融庁金融審議会、金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するWG報告書。 国際統一基準行に対するバーゼルⅢの国内適用。 金融機関の破綻処理の枠組み整備。 銀行等による議決権保有規制(5%ルール)見直し。 銀行の大口信用供与等規制の強化。 外国銀行支店に対する規制の見直し。 海外における外国銀行の業務の代理・媒介に関する制度の導入・見直し。 インサイダー取引規制の強化(情報伝達・取引推奨行為、課徴金の見直し)。 	<ul style="list-style-type: none"> 金融所得課税の一体化。 日本版ISAの拡充。 教育資金の一括贈与に係る贈与税非課税措置の導入。 国外財産調書制度の見直し。 振替公社債利子等の非居住者非課税制度の恒久化。 	<ul style="list-style-type: none"> 中小企業金融円滑化法の最終期限。 社債の取引情報の報告開始、公表に向けた議論。 	<ul style="list-style-type: none"> 投資信託・投資法人法制の見直し。 年金積立金管理運用独立行政法人の新法人移行。 厚生年金基金制度の存廃の議論。 	

(出所) 各種公表資料より野村資本市場研究所作成