

「日本版金融ビッグバン」以来の包括的金融改革へ

～ 金融商品取引法等の一部を改正する法律案 ～

財政金融委員会調査室 ふじい かずや
藤井 一裁

我が国金融・資本市場に関しては、平成 8 年の「日本版金融ビッグバン」以来、金融システム全般にわたる広範な改革が行われてきたが、金融・資本取引のグローバル化が進展する中で、世界の主要金融センター間の競争が激化していることが指摘されている。

3 月 4 日に閣議決定され、国会に提出された「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」(閣法第 59 号)は、昨年 12 月に金融庁が策定した「金融・資本市場競争力強化プラン」を踏まえ、我が国金融・資本市場の競争力強化を図るとの観点から、金融商品取引法、銀行法、保険業法等について必要な改正を行うものであり、「日本版金融ビッグバン」以来、約 10 年ぶりの包括的な金融改革を目指すものとされる。

本稿では、改正案の概要を紹介し、残された課題についても述べることにしたい。

1. 法律案提出の経緯

(1) 「日本版金融ビッグバン」以降の金融システム改革の経緯

平成 8 年に橋本内閣が打ち出した「日本版金融ビッグバン」は、フリー（自由）、フェア（公正）、グローバル（国際的）の 3 つの原則を掲げ、2001 年までに東京市場をニューヨークやロンドンと並ぶ国際的な金融・証券市場とすることを目指すものであった。

「日本版金融ビッグバン」の下では、平成 10 年に制定された「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」(金融システム改革法)を始めとした法整備が行われ、銀行本体での投資信託販売の解禁、証券会社の免許制から登録制への移行、株式売買の委託手数料の完全自由化等が実現に移された。

「日本版金融ビッグバン」の改革期間は平成 12 年度末をもって終了したが、その後も引き続き各種制度改革が行われ、平成 14 年には「金融再生プログラム」、平成 16 年には「金融改革プログラム」がそれぞれ策定された。平成 18 年には、投資性の高い金融商品に対する横断的な投資家保護法制（いわゆる投資サービス法制）を構築するため、証券取引法の改正により金融商品取引法が制定されている（表参照）。

(2) 我が国金融・資本市場の現状

「日本版金融ビッグバン」以降の累次にわたる改革によって、我が国の金融システムは不良債権問題を克服して安定性を取り戻すとともに、利用者保護と利便性向上が図られている。

その一方で、我が国の家計部門が保有する約 1,500 兆円の金融資産について多様な

運用機会を提供することや、ベンチャー企業等を始めとする内外の企業に成長資金の供給を行っていくことの必要性が指摘されているほか、国際金融センターの市場間競争が激化しており、我が国金融・資本市場の競争力低下も懸念されている。

例えば、外国企業の上場数を見た場合、平成 19 年に東京証券取引所へ上場した外国企業は 3 社にとどまり、同時期のシンガポール市場では 42 社の上場誘致に成功していることと対照的となっている¹。また、世界各国にある 46 金融市場の競争力を評価したシティ・オブ・ロンドンの「グローバル金融センターインデックス」では、東京市場の順位が 9 位であり、二大金融センターのロンドン、ニューヨークばかりでなく、アジア地域の香港、シンガポールよりも低い順位にとどまっている²。

表 日本版金融ビッグバン以降の金融・資本市場をめぐる改革の経緯

1996 年（平成 8 年）	「金融システム改革構想（日本版金融ビッグバン）」を公表 改正外為法施行 （内外資本取引等の自由化、外国為替業務の完全自由化） 「金融システム改革法」制定
1998 年（平成 10 年）	
2000 年（平成 12 年）	金融商品の販売に関する法律（金融商品販売法）の制定
2001 年（平成 13 年）	「証券市場の構造改革プログラム」の策定
2002 年（平成 14 年）	「証券市場の改革促進プログラム」の策定 「金融再生プログラム」の策定
2003 年（平成 15 年）	証券取引法の一部改正 （証券仲介業制度の創設、協同組織金融機関における書面取次ぎの解禁、投資一任業務等の兼業に係る規制の適正化、証券会社等の主要株主ルールの整備等）
2004 年（平成 16 年）	証券取引法等の一部改正 （銀行等による証券仲介業務の解禁、課徴金制度の導入、ディスクロージャーの合理化、組合型ファンドへの投資家保護範囲の拡大、最良執行義務の導入） 「金融改革プログラム」の策定
2005 年（平成 17 年）	証券取引法の一部改正 （公開買付制度の適用範囲の見直し、親会社情報の開示制度の導入、外国会社等の英文による継続開示制度の導入、継続開示義務違反に係る課徴金制度の創設）
2006 年（平成 18 年）	金融商品取引法の成立 （いわゆる投資サービス法制の構築、開示制度の拡充、取引所の自主規制機能の強化、不公正取引等の厳正な対応）
2007 年（平成 19 年）	「金融・資本市場競争力強化プラン」の策定

（出所）日本証券業協会証券教育広報センター編『新証券市場 2007』（中央経済社、2007 年）及び金融審議会資料を基に作成

(3) 審議会等における議論

金融・資本市場の国際化・競争力強化に向けた議論は、まず、経済財政諮問会議と金融審議会に設けられたワーキンググループで行われた。

経済財政諮問会議では、平成 18 年 12 月 28 日にグローバル化改革専門調査会の下に「金融・資本市場ワーキンググループ」が設置され、「東京をロンドンやニューヨークと並ぶ金融・資本市場とするにはどうしたらよいか」等 5 つの検討項目が掲げられた。平成 19 年 4 月 20 日に取りまとめられた第一次報告では、証券取引所の持株会社の下に商品取引所を設立する「総合取引所構想」を提唱するとともに、銀行・証券・保険の業際規制の緩和や証券取引等監視委員会の機能強化等を提言している。

一方、金融審議会では、平成 19 年 1 月 16 日の山本金融担当大臣の記者会見³を受け、1 月 30 日に金融分科会の下に「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」が設置された。6 月 13 日に取りまとめられた中間論点整理（第一次）では、「グローバルな市場間競争が一層激化する中で、我が国金融・資本市場の国際的なプレゼンスは低下傾向にあり、このままでは、これらの金融に期待される役割に的確に応えられないのではないかと懸念がある」との認識を示した上で、我が国が目指すべき金融・資本市場の姿については「内外の市場参加者にとって安心して利用できる、魅力ある市場を構築するため、市場の活性化・効率化を図るとともに、透明性・公正性を確保するための対応も含め、総合的な取組みが必要である」と結論付けている。そして、具体的な検討課題として「魅力ある市場の前提」「制度を含むインフラ」「各市場参加者（プレイヤー）が取り組むべき課題」を取り上げ、課徴金の見直し、取引所における取扱商品の多様化、プロに限定した取引の活発化、銀行・証券に係るファイアーウォール規制の在り方等について提言している。

これらを踏まえて、6 月 19 日に閣議決定された「経済財政改革の基本方針 2007」においては、年内を目途に金融庁が「金融・資本市場競争力強化プラン」を取りまとめ、政府一体として推進することが盛り込まれた。

平成 19 年 10 月以降は、金融審議会金融分科会の各部会における具体的な検討に移り、12 月 18 日には第一部会が「我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて」、第二部会が「銀行・保険会社グループの業務範囲規制のあり方等について」と題する報告を取りまとめた。それらを基に、金融庁は 12 月 21 日に「金融・資本市場競争力強化プラン」を取りまとめている。

「金融・資本市場競争力強化プラン」では、「我が国市場の競争力を強化し、その魅力を向上させていくこと」が喫緊の課題であることを指摘するとともに、「我が国の金融サービス業が、高い付加価値を生み出し、経済の持続的成長に貢献していくこと」も期待されるとしている。その上で、競争力強化のために、「信頼と活力のある市場の構築」「金融サービス業の活力と競争を促すビジネス環境の整備」「より良い規制環境の実現」「市場をめぐる周辺環境の整備」について総合的な取組を進めていくこととされた。

今回の改正案では、この中から法律上の手当が必要となるものについて、大きく

「多様な資産運用・調達機会の提供」「多様で質の高い金融サービスの提供」「公正・透明で信頼性のある市場の構築」の3つの分野にわたって法律上の制度整備を行うこととしており、原則として公布日から6月以内の政令で定める日（ファイアウォール規制の見直しと利益相反管理体制の構築は、公布日から1年以内の政令で定める日）から施行される。

2. 改正案の概要

(1) 多様な資産運用・調達機会の提供

この分野では、いわゆるプロ向け市場の創設及びETF（上場投資信託）等の多様化を行うため、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律（投資信託法）、商品投資に係る事業の規制に関する法律（商品ファンド法）の改正が行われる。

ア プロ向け市場の創設

プロ向け市場に関しては、ロンドン証券取引所では、登録基準を緩やかにしたAIMと称する新興企業向け市場を開設しており、東京証券取引所でも、ロンドン証券取引所とプロ向け市場の共同設立で合意している状況にある⁴。今回の改正案でも、AIMの事例等を参考にして、市場参加者をプロ投資家（特定投資家）に限定することにより、一般投資家も参加する現行の市場で求められている公衆縦覧型の開示規制を免除し、より柔軟な情報提供の枠組みを構築できるようにしている。

具体的な情報提供のルールは、プロ向け市場を開設する金融商品取引所が定めることとなり、その様式、言語、会計基準等について柔軟に定めることが可能となる。また、AIMにおいては、取引所において承認された民間のアドバイザー（Nomad（Nominated Advisor））が登録審査を行う制度があり、今回の改正案でもそれを参考として、自主規制業務のうち投資者保護の根幹にかかわる事項以外のものを自主規制法人以外の者に委託することも認められる⁵。ただし、投資者保護の観点に着目した公衆縦覧型の開示規制の対象外となることから、プロ向け市場の対象有価証券を一般投資家に転売することは禁止され、一般投資家が直接プロ向け市場に参加することは認められない。

イ ETF（上場投資信託）等の多様化

ETFとは金融商品取引所に上場される投資信託であり、現在は株式等を対象とした株価指数連動型上場投資信託のほか、金価格連動型上場投資信託（金価格に連動する投資成果を目的とする有価証券のみに投資を行う。）がある。主要取引所でのETFの上場状況を見ると、商品先物や商品現物を既に対象としている各国の取引所と比較して、国内の証券取引所では少ない状況にある⁶。

ETFでは、価格連動性を高めるために組み込んだ資産との交換を可能としているが、現行の投資信託法では現物交換等を認める範囲が有価証券などに例外的に認められており、また、商品先物に投資する投資信託については、投資信託法に加え

て商品ファンド法の規制も重疊的に適用されている。今回の改正案では、この適用関係を見直すなどの整備が行われ、商品現物と交換可能な投資信託が認められるとともに、商品ファンド法の適用が除外されることとなる。

また、現行法では金融商品取引所のグループ会社（金融商品取引所子会社又は金融商品取引所持株会社子会社）に対して関連業務（認可制）として認めている排出量取引に関する市場の開設業務について、金融商品取引所本体の兼業業務（認可制）に追加することとしている⁷。

（２）多様で質の高い金融サービスの提供

この分野では、銀行・証券・保険会社間のファイアウォール規制の見直しとそれに伴う利益相反管理体制の構築、銀行・保険会社の業務範囲の拡大を行うため、金融商品取引法、銀行法、保険業法等の改正が行われる。

ア ファイアウォール規制の見直しと利益相反管理体制の構築

金融商品取引法では、銀行の財務の健全性確保、預金者と投資者の利益相反の防止、銀行の優越的地位の濫用防止のために、原則として銀行の証券業務を禁止している⁸。平成５年に業態別子会社方式による銀行と証券の相互参入が解禁された際、弊害防止のために銀行と証券子会社との間のファイアウォール規制が導入された。保険会社と銀行・証券会社（金融商品取引業者）との間のファイアウォール規制についても、平成１０年に業態別子会社方式による相互参入を認めた際に導入されている。

これらのファイアウォール規制については、累次の制度改革の中で実態を踏まえつつ緩和されてきたが、本来のねらいとする行為を抑止する目的に照らして過大な規制となっているとの指摘や、金融グループとしての総合的なサービス提供の障害となり利用者の利便性がかえって損なわれる等の指摘がなされてきた。今回の改正案では、諸外国における利益相反管理等についての規制的枠組みのすう勢も踏まえ、利益相反の管理のための体制整備を法令上義務付けるとともに、役職員の兼職規制を撤廃することとしている。

利益相反管理体制の整備は、自社又はグループ会社による取引に伴い、顧客の利益が不当に害されることがないように、適正な情報の管理と適切な内部管理体制の整備を実施することを求めるものであり、その詳細は内閣府令や監督指針において定められる見込みである。具体的には、部門間の情報隔壁（チャイニーズウォール）を構築すること、利益相反の事実を顧客に開示すること、利益相反が生じないように取引の内容・方法を変更すること等が想定されている。

イ 銀行・保険会社グループの業務範囲の拡大

銀行・保険会社には、本業に専念することによる効率性の発揮、利益相反取引の防止、他業リスクの回避等によって、金融機関の経営の健全性を確保する観点から、他業禁止規制が課せられており、その行い得る業務は限定的に定められている。

今回の改正案では、金融サービスの多様化、高度化、国際化の一層の進展を踏ま

えて、米国における F H C（金融持株会社）の例を参考に、業務範囲の拡大を行うこととされている。

まず、銀行兄弟会社（銀行持株会社の銀行以外の子会社）については、銀行本体との出資関係がなく、銀行へのリスク波及の影響が銀行子会社に比べて少ないことから、銀行子会社の業務範囲に加えて、商品の現物取引等の業務を可能とする道が開かれる。すなわち、リスク管理等に優れた銀行グループの銀行兄弟会社に対しては、認可を受けて商品の現物取引等の業務を行うことが解禁される⁹。これにあわせて、従来は差金決済のみが認められてきた商品デリバティブ取引についても、銀行・保険会社本体、子会社及び兄弟会社すべてに容認されることになる。

また、排出量取引や投資助言・代理¹⁰については、従来は銀行・保険会社の子会社及び兄弟会社のみに容認されていたが、銀行・保険会社の本体業務として位置付けられる。

さらに、外国銀行代理業務が新たに銀行の付随業務として認められるとともに、銀行・保険会社グループにおける議決権保有制限の例外措置に、従来の「新たな事業分野を開拓する会社」（ベンチャービジネス会社）に加えて、「経営の向上に相当程度寄与すると認められる新たな事業活動を行う会社」（事業の再生を行う会社）が新たに対象として追加される。

（3）公正・透明で信頼性のある市場の構築

この分野では、金融商品取引法上の課徴金制度の見直し等を行うほか、訂正命令を行う開示書類の縦覧制限について新たに規定が設けられる。

ア 課徴金の見直し

課徴金は、平成 16 年の証券取引法改正で初めて導入されたものであり、金融・資本市場における違反行為を的確に抑止し、規制の実効性を確保する観点から、違反者に対して金銭的な負担を課す行政上の措置である。課徴金の水準は利得相当額とされているが、不正な利得額を下回るとの指摘もなされてきた¹¹。

今回の改正案では、金融審議会における「より適切な水準に引き上げるべき」¹²との指摘を受けて、現行の課徴金算定方法の見直しを行うとともに、課徴金の対象範囲を拡大する。例えば、内部者取引（インサイダー取引）については、実際に違反者が得た利得が課徴金の金額よりも多い事例が見られたこと等を踏まえ、重要事項公表日翌日だけではなく翌々日以降の価格動向も反映されるよう、公表後 2 週間以内の最高値を基準とすることに改められる。その結果、過去の課徴金事案に当てはめるとおおむね現行の 2 倍程度の金額になるとされる¹³。相場操縦についても、現行では相場変動型のみが対象となっているが、安定操作取引や仮装・馴合売買も追加して対象とされる。

なお、利得相当額については、金融審議会では「利得に必ずしもとらわれる必要はないのではないか」との指摘の一方で、「課徴金が反社会性、反道徳性を問うものではない以上、利得から完全に離れるべきではない」との指摘もあることから

「さらなる議論が期待される」という結論に至っている¹⁴。

イ 違反行為の禁止・停止の裁判所に対する申立てに係る権限の証券取引等監視委員会への委任

公益・投資者保護のため緊急を要する違反行為については、裁判所に対して内閣総理大臣（金融庁長官に委任）から禁止・停止の申立てを行うことができる。

今回の改正案では、違反行為に迅速に対応するために、日常的に証券取引を監視している証券取引等監視委員会がこの申立てを直接行うことを可能とするよう、金融庁長官から証券取引等監視委員会に再委任する規定が設けられる。

ウ 訂正命令を行う開示書類の縦覧の制限

金融商品取引法に基づく開示書類については、E D I N E T（電子開示システム）を用いて提出することとされている。現行は、虚偽記載のある書類であっても当局が縦覧を制限する規定がなかったが、平成 20 年 1 月に発生した大量保有報告書の虚偽事案¹⁵を踏まえて「E D I N E T 運用改善検討チーム」で検討され、2 月 19 日に機動的な行政対応を含む「E D I N E T 運用改善に関する論点整理」が公表された。

これを受けて今回の改正案では、虚偽記載のある書類による投資者・発行会社等の誤解・混乱を回避するため、訂正命令を発した開示書類について例外的に縦覧に供しないことができる旨の規定が設けられる。

3. 今後の課題

(1) 「金融・資本市場競争力強化プラン」及び今回の改正案の全体像

「金融・資本市場競争力強化プラン」及びそれを受けた今回の改正案については、「これまでに比して思い切った施策が盛り込まれており、当局の対応として高く評価できる」¹⁶といった意見がある一方で、様々な課題も指摘されている。

例えば、金融・資本市場を取り巻く環境の変化が早く、現在でもそれぞれの国際金融センターが引き続き改革に取り組んでいる中で、我が国の市場に関する「変化のスピードが世界の流れに追いついていない」¹⁷との意見や、「1,500兆円の個人金融資産の効率運用を促す手段を導入することは、本来、最優先に実現させるべきこと」にもかかわらず盛り込まれていない¹⁸といった意見などである。また、制度面の改正に加え、市場参加者・金融機関の力量も必要であるとも指摘されている¹⁹。

これらについては、今回の改正案に引き続き、市場関係者を含めて具体的な検討を進めていく必要があると考えられる。

(2) 新たに導入される制度の実効性

今回の改正案で導入される新たな制度についても、例えばプロ向け市場に関して「日本の投資家は公正な情報開示を重視する」ことから軌道に乗るまでに時間がかかるのではないかと²⁰の指摘がなされており、金融機関の業務範囲規制の緩和について

も「金融機関が利益相反行為や優越的地位の乱用を自制し、それを監視する仕組みをどう築くのか」²¹といった課題が提起されている。

新たな制度の具体的な制度設計については、今後の政令・内閣府令や監督指針にゆだねられる部分も多く、実効性のある体制を構築できるか注視していく必要がある。

(3) 総合取引所構想の今後の検討

経済財政諮問会議や金融審議会場で提唱されながら、今回の改正案には含まれなかった論点の一つとしては、「総合取引所構想」が挙げられる。「総合取引所構想」とは、株式から商品先物までフルラインの品ぞろえを扱う総合取引所を可能としようとするものである。現行の制度では、金融商品取引所が金融商品取引法、商品取引所が商品取引所法という異なる法律の枠組みで設立されており、商品取引所に関しては、商品先物取引の産業インフラとしての機能を強く指摘する意見があるなど²²、総合取引所の実現には引き続き検討すべき課題も多い。

「金融・資本市場競争力強化プラン」では、金融審議会での検討を踏まえて、両法制の枠組みの下で相互乗り入れを可能とするための所要の法整備について、平成 20 年中を目途に検討を進めることとされている。今後は、金融商品取引と商品取引の役割の共通点と相違点を更に明らかにしつつ、所管省庁間の調整を含め、政府一体となって具体的な制度設計を進めることが求められる。

1 「越年する経済政策課題 4」『日本経済新聞』(平 19.12.30)

2 『朝日新聞』(平 20.3.2)

3 山本金融担当大臣は、この記者会見で、「貯蓄から投資へ」という流れを一層確かなものとし、国際金融センターとしての魅力を更に向上させていくことが重要であるとの認識を示し、国際的に魅力ある市場の構築に向けた方策を検討することを表明している。(『山本内閣府特命担当大臣閣議後記者会見の概要(平成 19 年 1 月 16 日)』<<http://www.fsa.go.jp/common/conference/minister/2007a/20070116.html>>)

4 『日本経済新聞』(平 20.2.26)

5 A I Mでは、取引所ではなく N o m a d が登録審査を行い、取引所への登録により取引が可能となる。一方、今回の改正案では「上場審査など根幹の業務の委託は認めないものの、一部の事務作業などを主幹事証券などが受託できるようにする」(『日本経済新聞』(平 20.2.21))とされている。

6 『各取引所における E T F の上場状況』平 19.10.3 付け金融庁説明資料では、東京証券取引所の E T F 上場数が 11 であるのに対し、ニューヨーク証券取引所が 214、ユーロネクストが 284 となっている(平成 19 年 9 月現在)

7 今回の改正案では、「算定割当量に係る取引その他の金融商品の取引に類似する取引を行う市場」とされている。「算定割当量」は、地球温暖化対策の推進に関する法律第 2 条第 6 項に定義されており、いわゆるクレジットを指している。

8 1933 年の米国グラス・スティーガル法による銀行の証券業務の制限を参考に、我が国においても証券取引法第 65 条(現在の金融商品取引法第 33 条)で原則として銀行の証券業務を禁止している。

9 金融審議会金融分科会第二部会報告(平 19.12.18)では、銀行・保険会社グループの業務範囲としてイスラム金融(利子を取ることが禁じられている中で、商品売買やリースの形式を用いることにより実質的には与信と同視しうる取引を実現するもの)が掲げられており、内閣府令の改正により措置される見込みとなっている。

10 投資助言・代理については、金融商品取引法第 33 条の 2 により登録金融機関が行うことのできる業務と位置付けられているが、これまで銀行法・保険業法においては本体業務として位置付けられていなかった。

11 『日本経済新聞』(平 20.2.19)

- 12 金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキンググループ報告（平 19.12.18）
- 13 金融庁説明資料（平成 20 年 4 月）
- 14 金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキンググループ報告（平 19.12.18）
- 15 平成 20 年 1 月 25 日に、川崎市麻生区の会社から関東財務局に提出された 6 件の大量保有報告書の記載が「重要な事項について虚偽の記載」に該当するものと認められたため、1 月 27 日、関東財務局が訂正報告書の提出を命ずる行政処分を行った。
- 16 清水啓典「わが国金融・資本市場の国際化に向けて」『リージョナルバンキング』2008 年 2 月号 20 頁
- 17 大崎貞和「競争力ある取引所の存在が市場の国際的地位を規定する」『週刊金融財政事情』2008 年 3 月 17 日号 14 頁
- 18 淵田康之「金融・資本市場競争力強化プラン」とわが国金融機関の課題」『地銀協月報』2008 年 2 月号 8 頁
- 19 『朝日新聞』（平 20.3.2）
- 20 「高まるか市場競争力 金商法改正案を聞く（上）」『日本経済新聞（平 20.3.20）
- 21 社説「金融競争力に欠かせぬ規律」『日本経済新聞』（平 19.12.22）
- 22 産業構造審議会商品取引所分科会「今後の商品先物市場のあり方について（中間整理）」（平 19.12.7）
においても、「経済財政改革の基本方針 2007」の記述を踏まえて、「商品先物市場の金融分野との連携・融合のあり方」が示された。その中でも、商品取引所法と金融商品取引法の規制関係に関する指摘として、「現行の商品取引所法の枠外で商品先物市場を開設するとなると、産業インフラの機能がどのように担保されるかという点について懸念が生じる」との意見が採り上げられている。