

東京市場の機能強化に向けた取組

— 金融商品取引法制定後の改革の経緯と課題 —

財政金融委員会調査室 藤井 一裁

1. はじめに

我が国では、平成8年(1996年)11月に打ち出された金融システム改革構想(日本版金融ビッグバン)以降、国際競争力と利用者利便の向上の観点から、幾度にわたり我が国金融・資本市場(東京市場)の機能強化に向けた改革が提起され、関係法令の整備等が行われてきた。しかしながら、東京市場においては、国際的な市場競争力や金融サービス業の我が国経済への貢献などに関し、引き続き様々な課題が指摘されている。

そこで、本稿では、証券取引法等複数の法律の統合により横断的な投資者保護法制(いわゆる投資サービス法制)として整備された金融商品取引法¹が施行された以降、新たに策定された機能強化策を中心に、これまでに講じられてきた東京市場の機能強化に向けた取組を振り返り、今後の改革に向けた課題を検討することとしたい。

2. 日本版金融ビッグバンから金融商品取引法の整備まで

(1) 日本版金融ビッグバンの経緯と概要

第二次大戦後の我が国金融行政は、預金・貸出金利の規制、業務分野規制(長短金融の分離、銀行・信託の分離など)、為替管理(対外取引の規制)など、「多くの規制や行政指導などを通じて金融機関の行動を制約することによって、金融システムの安定性を確保しようとする」²ものであった。こうした競争制限的な規制は「護送船団方式(護送船団行政)」とも呼ばれてきた³。

これに対して、昭和59年(1984年)5月に取りまとめられた「日米円・ドル委員会」作業部会報告書⁴など、内外の金融自由化を求める動きに押される形で、1980年代半ば以降、預金金利の自由化、子会社方式による銀行・証券・保険の業態間相互乗り入れなどによる業務分野規制の漸進的な緩和などが図られてきた。

1990年代に入ると、バブル経済の崩壊とその後の長期にわたる経済の低迷の中で、住宅金融専門会社(住専)問題を始め、北海道拓殖銀行や山一証券など金融機関の経営破綻が頻発するなど、金融機関の不良債権問題を要因とする金融危機が深刻化してきた。この時期、活況を呈していた米国・英国経済を背景に国際金融センター⁵であるニューヨークやロンドンの市場の勢いが強まるのとは対照的に、東京市場の伸び悩みが指摘され、その空洞化を防ぐための抜本的な改革の必要性が強く意識されることとなった。

こうした状況の下、平成8年(1996年)11月、橋本内閣総理大臣は、2001年までに不良債権処理を進めるとともに、我が国金融市場がニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場として復権することを目標として、金融システム改革に取り組むよう大蔵大臣等に対

して指示を行った⁶。この指示を受けた一連の金融システム改革は、1986年にイギリスで実施された証券取引所を中心とする改革（ビッグバン）⁷になぞらえて、「日本版金融ビッグバン」と称された。

日本版金融ビッグバンは、市場の改革と金融機関の不良債権処理とを車の両輪として、フリー（市場原理が働く自由な市場に）・フェア（透明で信頼できる市場に）・グローバル（国際的で時代を先取りする市場に）を改革の三原則として掲げ、「投資家・資金調達者の選択肢の拡大」「仲介者サービスの質の向上及び競争の促進」「利用しやすい市場の整備」「信頼できる公正・透明な取引の枠組み・ルールの整備」の四つの視点で包括的な改革を行うものであった。

このための必要な法整備については、大蔵省の金融制度調査会ほか関係審議会での検討を経て順次実施された。その第一弾として平成9年（1997年）には、「外国為替及び外国貿易管理法」（外為法）の改正が行われ、翌年4月から為替自由化が実現した⁸。次いで平成10年（1998年）には、金融の各業態を越えた総合的な改革を一括して行うため、銀行法や証券取引法等の関係法律24本を一体的に改正する「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）が成立している。

一方、金融危機に対応するための金融機関の破綻処理法制などのセーフティネットについては、平成10年の金融再生法の制定など、事態の推移に合わせて時限的な法整備が繰り返されたが、平成12年（2000年）の預金保険法等の改正により恒久的な金融危機対応措置等が整備され、現在に至っている。

（2）日本版金融ビッグバン以降の改革と金融商品取引法の整備

日本版金融ビッグバンによる一連の改革以降も、不良債権処理の進捗や内外の金融経済情勢の推移に対応して、各種の改革が提起され、必要な法整備が連年にわたって行われた。

第一次小泉内閣発足の前後からは、間接金融主体であった我が国金融システムが不良債権問題で得た教訓をもとに、直接金融へ導くための制度整備が企図されてきた。具体的には、平成13年（2001年）6月に閣議決定された「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」を受けて、同年8月に金融庁が取りまとめた「証券市場の構造改革プログラム」において「貯蓄から投資への転換」が示され、平成14年（2002年）9月の金融審議会答申「中長期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」に掲げられた「複線的金融システムへの再構築」とともに、その後の制度整備の基本的方向として位置付けられることとなった。

その後も、小泉内閣の下では、金融再生プログラム（平成14年10月）⁹や金融改革プログラム（平成16年12月）¹⁰などが打ち出された。このうち、金融改革プログラムに掲げられていた「投資サービス法（仮称）」については、平成18年に、従来の証券取引法に金融先物取引法等4法律を統合するなどの大幅な改正によって、利用者保護と公正・透明な市場の構築に向けて、投資性の強い金融商品を幅広く対象とする横断的な投資者保護法制（いわゆる投資サービス法制）としての金融商品取引法が整備され、平成19年9月30日から施行されている。

図表 1 金融商品取引法施行後の金融・資本市場をめぐる制度整備の経緯

年	主な出来事(☆)・制度整備の検討状況(○)	主要な法整備(◎議員立法)
2007 (平成 19)	○経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会第一次報告(5月) ○金融審議会我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ中間論点整理(第一次)(6月) ☆米国でサブプライムローン問題が顕在化 ☆ 金融商品取引法(平成18年証券取引法等改正)が施行(9月) ○金融市場戦略チーム第一次報告書(11月) ○ 金融庁「金融・資本市場競争力強化プラン」(12月)	【第166回国会(常会)】 ○公認会計士法等改正 ○電子記録債権法 【第168回国会(臨時会)】 ◎振り込め詐欺被害救済法
2008 (平成 20)	○金融市場戦略チーム第二次報告書(6月) ☆リーマン・ショックを契機に、世界金融危機が顕在化(9月) ☆政策金融改革による新機関が発足(10月) ☆大和生命保険が経営破綻(10月) ☆G20ワシントン・サミット(11月)	【第169回国会(常会)】 ○金融商品取引法等改正 【第170回国会(臨時会)】 ○金融機能強化法等改正 ○保険業法改正
2009 (平成 21)	☆G20ロンドン・サミット(4月) ☆政権交代により鳩山内閣発足(9月) ☆G20ピッツバーグ・サミット(9月) ○金融庁ほか「中小企業等に対する金融円滑化対策の総合的パッケージ」(10月) ○ 金融審議会金融分科会基本問題懇談会「今次の金融危機を踏まえた我が国金融システムの構築」(12月)	【第171回国会(常会)】 ○金融商品取引法等改正 ○資金決済法 ◎銀行株式保有制限法改正 【第173回国会(臨時会)】 ○中小企業金融円滑化法
2010 (平成 22)	○ 金融庁「金融・資本市場に係る制度整備について」(1月) ☆G20トロント・サミット(6月) ☆日本振興銀行が経営破綻(初の預金定額保護を発動)(9月) ☆G20ソウル・サミット(11月) ○ 金融庁「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」(12月)	【第174回国会(常会)】 ○金融商品取引法等改正 【第176回国会(臨時会)】 ○保険業法(平成17年改正法)等改正
2011 (平成 23)	☆東日本大震災発生(3月) ☆G20カンヌ・サミット(11月)	【第177回国会(常会)】 ○中小企業金融円滑化法改正 ○金融商品取引法等改正 ○預金保険法改正 ○金融機能強化法等改正 【第179回国会(臨時会)】 ◎震災支援機構法
2012 (平成 24)	☆A I J投資顧問による年金資産運用問題が顕在化(2月) ○金融庁ほか「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」(4月) ○ 金融審議会金融分科会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「我が国金融業の中長期的な在り方について(現状と展望)」(5月) ☆G20ロスカボス・サミット(6月) ☆第67回国際通貨基金・世界銀行年次総会東京で開催(10月) ☆政権交代により第二次安倍内閣発足(12月)	【第180回国会(常会)】 ○中小企業金融円滑化法改正 ○銀行株式保有制限法改正 ○保険業法等改正 ○金融商品取引法等改正
2013 (平成 25)	☆日本取引所グループが発足(東証・大証の経営統合)(1月) ○金融庁ほか「中小企業金融円滑化法の期限到来に当たって講ずる総合的な対策」(3月) ☆国際統一基準行へのパーゼルⅢの適用開始(3月) ○官民ラウンドテーブル作業部会報告(5月) ○金融庁「平成25事務年度金融モニタリング基本方針」(9月) ☆G20サンクトペテルブルク・サミット(9月) ○ 金融・資本市場活性化有識者会合「金融・資本市場活性化に向けての提言」(12月)	【第183回国会(常会)】 ○金融商品取引法等改正
2014 (平成 26)	○官民ラウンドテーブル作業部会報告(3月) ☆国内基準行への自己資本規制新国内基準適用開始(3月) ○ 金融・資本市場活性化有識者会合「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(提言)」(6月) ○東京都「東京国際金融センター検討タスクフォース会議」において「『東京国際金融センター』構想に向けた取組」について取りまとめ(7月)	【第186回国会(常会)】 ○金融商品取引法等改正 ○保険業法等改正

(注) 太字は、東京市場の機能強化に関する重要な出来事及び検討状況を示す。

(出所) 各省庁資料及び報道を基に作成

3. 金融商品取引法の下での東京市場の機能強化に向けた対応

金融商品取引法が施行された平成 19 年以降の東京市場をめぐる制度整備の経緯については、図表 1 のとおりである。ここでは、平成 19 年度以降三次にわたり策定された機能強化策（図表 2）について、その策定に至る経緯を振り返るとともに、それぞれで提起された具体的な方策を紹介することとしたい。

（1）金融・資本市場競争力強化プラン（市場強化プラン）

ア 策定に至る経緯

金融・資本市場競争力強化プランの策定につながる機能強化策の検討の動きは、第一次安倍内閣発足後の平成 18 年（2006 年）末から始まった¹¹。

同年 12 月 28 日に設置された経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会金融・資本市場ワーキング・グループは、平成 19 年（2007 年）4 月 20 日に第一次報告「真に競争力のある金融・資本市場の確立に向けて」を公表した。この中では、これまでの金融・資本市場の改革について、「金融ビッグバンの実施以降、規制緩和・自由化という側面では相当の進捗があった」としつつも、「それに対応すべき規律という側面では、残念ながら、我が国の金融・資本市場は未だ全く問題がないとは断言できない状況にある」と指摘し、「金融ビッグバンのスローガン「自由（Free）、公正（Fair）、グローバル（Global）」に、「自由と規律（Discipline）」の視点を加えて、真に競争力（Competitive）のある金融・資本市場を確立するための改革を一層進めていく必要がある」との方向を打ち出した。

一方、山本有二金融担当大臣の方針¹²を受け、金融審議会金融分科会に設置された「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」は、同年 6 月 13 日に中間論点整理（第一次）を公表し、「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」との基本認識を示した。

これらを踏まえ、同年 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、「①取引所等の市場インフラ（フィールド）、②金融機関や機関投資家（プレーヤー）、③市場監視（審判）を包括する総合的な改革プラン」として、「金融・資本市場競争力強化プラン」を平成 19 年内を目途に金融庁が取りまとめ、政府一体として推進するとの方針が示された。

これを受けて金融庁は、金融審議会における具体的な検討を基に、同年 12 月 21 日、「金融・資本市場競争力強化プラン」（以下「市場強化プラン」¹³ という。）を公表した。

イ 内容

市場強化プランの前文では、金融・資本市場の競争力を強化すべき理由として、以下の三つの観点を掲げている。

- 少子高齢化が進展する中で、我が国経済が今後も持続的に成長するためには、我が国金融・資本市場において、家計部門の金融資産に適切な投資機会を提供すると

もに、内外の企業等に成長資金の供給を適切に行っていくことが求められている。

○国際的な市場間競争が一層激化する中、我が国金融・資本市場が内外の利用者のニーズに応え、その役割を十分に果たしていくためには、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となっている。

○魅力ある市場の実現により、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。

その上で、競争力強化のための具体的な方策として、①プロ向け市場の創設¹⁴、ETF（上場投資信託）の多様化、金融商品取引法上の課徴金制度の見直し等を内容とする「信頼と活力のある市場の構築」、②銀行・証券・保険間のファイアーウォール規制の見直し¹⁵、銀行・保険会社グループの業務範囲の拡大等を内容とする「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」、③対話の充実、規制・監督の透明性・予見可能性の向上等を内容とする「より良い規制環境の実現」¹⁶、④金融専門人材の育成・確保、国際金融センターとしての都市機能の向上等を内容とする「市場をめぐる周辺環境の整備」の四つの柱を打ち出している。

これらの方策の多くは、第169回国会（常会）に提出され成立した平成20年金融商品取引法等改正に盛り込まれた¹⁷。

（2）金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン

ア 世界金融危機の下での金融行政

平成20年（2008年）9月の米国大手証券会社リーマン・ブラザーズの経営破綻以降急速に拡大した世界金融危機は、各国の金融システムの安定性に大きな懸念を生じさせるとともに、実体経済に波及して深刻な景気後退をもたらした。これを教訓に、危機の要因となった金融分野の規制・監督の見直しが議論されることとなり、今日に至るまで国際的な金融規制改革の取組として継続されている。

我が国においては、世界金融危機下にあっても金融システムそのものは相対的に安定していたが、実体経済面では深刻な影響を受けることとなった。そのため、複数回の経済対策が講じられたほか、金融行政面でも第170回国会（臨時会）において金融機能強化法の改正が行われるなど、中小企業金融の円滑化に重点を置いた対策が講じられた。

一方、東京市場の競争力強化そのものについては、国会審議において与謝野金融担当大臣から「実体経済の発展に資するような健全な投資や金融仲介機能の適切な発揮の重要性にはいささかも変わりはない」として、足下のグローバルな金融危機への対応とも整合性を保ちながら取り組んでいくとの考えが明らかにされていた¹⁸。

イ 政権交代と基本問題懇談会報告

平成21年9月の第45回衆議院議員総選挙を経て発足した鳩山内閣では、発足当初から中小企業等への貸し渋り・貸しはがし対策が金融行政の中心的な課題として浮上り、第173回国会（臨時会）においては中小企業金融円滑化法が成立した。

図表2 これまで講じられてきた金融・資本市場強化策の概要

名称	金融・資本市場競争力強化プラン (市場強化プラン)	金融資本市場及び金融産業の活性化 等のためのアクションプラン	金融・資本市場活性化に向け ての提言
策定期期	平成19年(2007年)12月	平成22年(2010年)12月	平成25年(2013年)12月
目標	内外から資金・情報・人材が幅広く集積する、魅力ある質の高い金融・資本市場を構築する。	「実体経済を支える」「金融自身が成長産業として経済をリードする」という金融の二つの役割を十分発揮するための環境を整備する。	2020年に主要な国際金融センターとして、アジアにおいてナンバーワンの位置を占めることを目指す。
柱となる項目	信頼と活力のある市場の構築 ・公正性・透明性を確保しつつ多様性・利便性を高める市場インフラを整備	企業等の規模・成長段階に応じた適切な資金供給 ・中小企業等に対するきめ細やかで円滑な資金供給 ・新興企業等に対する適切な成長資金の供給 ・機動的な資金供給等	豊富な家計資金や公的年金等が成長マネーに向かう循環の確立 ・国民のライフサイクルに応じた資産形成の支援 ・GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)等の改革 ・インフラファイナンス市場の整備
	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 ・多様で質の高いサービスの提供を可能とする、時代のニーズにマッチした競争環境を整備	アジアと日本とをつなぐ金融 ・アジアの主たる市場(メイン・マーケット)たる日本市場の実現 ・我が国金融機関のアジア域内での活動拡大	アジアの潜在力の発揮、地域としての市場機能の向上、我が国との一体的な成長 ・アジア各国の発展状況に応じた融インフラ整備支援 ・アジアでの資金調達等の円滑化 ・東京市場での起債等促進
	より良い規制環境(ベター・レギュレーション)の実現 ・監督当局の行政手法の改善により、規制の実効性・効率性・透明性を確保	国民が資産を安心して有効に活用できる環境整備	企業の競争力の強化、起業の促進 ・リスクマネー供給のための各種施策 ・企業の新陳代謝・ガバナンス強化に向けた取組 ・事業性重視融資の促進
	市場をめぐる周辺環境の整備 ・専門性の高い人材の確保、都市インフラの充実		人材育成、ビジネス環境の整備等 ・金融関連法令・ガイドラインの英語化の徹底
主要な法整備	○平成20年金商法等改正(プロ向け市場の創設、ファイアーウォール規制緩和など) ○平成21年金商法等改正(取引所の相互乗り入れ)	○平成23年金商法等改正(ライツ・オフリングに係る開示度等の整備、コミットメントラインの適用範囲拡大など) ○平成24年保険業法等改正(外国保険会社の買収等に係る子会社の業務範囲規制の見直し) ○平成24年金商法等改正(総合的な取引所の実現に向けた制度整備) ○平成25年金商法等改正(投資信託・投資法人法制の見直し)	○平成26年金商法等改正(投資型クラウドファンディングの利用促進、金融商品取引業者の事業年度規制の見直しなど)

(出所) 金融庁資料及び各種報道等を基に作成

一方で、政権交代前に策定されていた市場強化プランなど、金融・資本市場の競争力強化については、国会審議の場において大塚金融担当副大臣から「継続すべきは継続していき、日本経済と東京金融市場を成長させていきたい」¹⁹との認識が示されていた²⁰。

こうした動きの中で、平成 21 年（2009 年）7 月に金融審議会金融分科会の下に設置された基本問題懇談会は、同年 12 月 9 日に「今次の金融危機を踏まえた我が国金融システムの構築」と題する報告を公表した。この報告では、市場発の金融危機への対応について方策を提示するとともに²¹、今後の我が国金融システム及び金融業の課題について、株価変動やその他の市場の急変等に対する銀行部門の耐性を高めるとともに、銀行部門の金融仲介機能の更なる充実と市場部門の金融仲介機能の強化を図る必要性があることが、改めて指摘されている。

ウ プラン策定に至る経緯

基本問題懇談会報告の公表以降、世界金融危機を踏まえた国際的な金融規制改革への対応とともに、我が国の金融市場及び金融業の機能強化に向けた取組が、国の成長戦略の一環として議論されていくこととなった。

鳩山内閣において平成 21 年（2009 年）12 月 30 日に閣議決定された「新成長戦略（基本方針）」の段階では、独立した金融分野の戦略についての言及はなかったが²²、これを引き継いだ菅内閣の下で平成 22 年（2010 年）6 月 18 日に閣議決定された「新成長戦略～「元気な日本」復活のシナリオ」においては、七つの戦略分野の一つとして「金融戦略」が位置付けられた。ここでは、金融の役割を「①実体経済、企業のバックアップ役としてそのサポートを行うこと」と「②金融自身が成長産業として経済をリードすること」とした上で、「2020 年までの期間において、これら 2 つの役割を十分に果たしうる金融を実現し、実体経済と金融との新たな「Win-Win」の関係を目指す」との方針が示された。

これを受け、金融庁は 12 月 24 日に「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン（最終版）」（以下「金融アクションプラン」という。）を公表した。

エ 内容

金融アクションプランの前文では、新成長戦略において掲げられた金融の二つの役割を以下のとおりまとめている。

- 少子高齢化が進展し、経済の低成長が続く中、家計部門に適切な投資機会を提供し、企業等に多様な資金調達手段を提供することを通じて、金融がこれまで以上に実体経済をしっかりと支えることが求められている。
- 我が国は、1,400 兆円を超える家計部門の金融資産、高度な人材・技術、安定した司法制度等を有し、成長著しいアジア経済圏に隣接している。こうした好条件を活かし、我が国の金融業が成長産業として発展し、付加価値を高めることが求められている。

その上で、金融がこれらの二つの役割を十分に発揮するための環境を整備するため、金融庁として今後取り組んでいく方策として、①コミットメントライン法の適用対象の拡大²³、ファイナンス・リースの活用（銀行・保険会社等本体への解禁）²⁴、ライツ・

オフリングが円滑に行われるための開示制度等の整備²⁵などを内容とする「企業等の規模・成長段階に応じた適切な資金供給」、②総合的な取引所（証券・金融・商品）創設を促す制度・施策、外国企業等による英文開示の範囲拡大等の制度整備、保険会社による海外進出の障壁となる規制の見直しなどを内容とする「アジアと日本とをつなぐ金融」、③資産流動化スキームに係る規制の弾力化、投資信託・投資法人法制の課題の把握・見直しの検討、プロ等に限定した投資運用業の規制緩和などを内容とする「国民が資産を安心して有効に活用できる環境整備」の三つの柱を打ち出している。また、それぞれの方策についての検討・実施時期を示した平成 25 年度までの工程表も公表された。

これらの方策は、平成 23 年、平成 24 年及び平成 25 年の金融商品取引法等改正などにおいて必要な整備が行われている²⁶。平成 23 年金融商品取引法等改正案の国会審議においては、金融アクションプラン及びこの改正案と日本版金融ビッグバン以降市場強化プランに至るまでの制度改革との整合性について、自見金融担当大臣から「金融ビッグバン以降の総括を受けて、その延長上にこの改正案がある」²⁷との認識が示された。

なお、金融アクションプランの策定後、金融審議会金融分科会に設置された「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」では、平成 24 年 5 月に「我が国金融業の中長期的な在り方について（現状と展望）」と題する報告書を公表し、「顧客が認める価値を創り出す金融業」に向けての金融機関及び金融・資本市場の在り方を示すとともに、金融機能の向上・活性化に向けた官民「共働」の取組が必要であることを指摘した。これを受けて金融庁では、平成 24 年 9 月から業界団体等とともに官民ラウンドテーブルを開催し、作業部会による検討と報告書の公表を継続している。

（3）金融・資本市場活性化に向けての提言

ア 策定に至る経緯

平成 24 年（2012 年）12 月の第 46 回衆議院議員総選挙を受けて発足した第二次安倍内閣では、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための経済財政政策（いわゆるアベノミクス）の「三本の矢」として、「大胆な金融政策」「機動的な財政政策」「民間投資を喚起する成長戦略」を打ち出した。

このうち「民間投資を喚起する成長戦略」については、経済財政諮問会議、産業競争力会議等での検討を経て、平成 25 年（2013 年）6 月 14 日に「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」が閣議決定された。この中では、「日本産業再興プラン」の「立地競争力の更なる強化」において、「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マーケットの強化を図ること等により、アジア No.1 の金融・資本市場の構築を目指す」との方針が明記され、「我が国金融・資本市場の国際競争力を強化するため、金融庁、財務省、民間有識者による金融・資本市場活性化ワーキンググループを設置し、金融特区のフィージビリティも含めた市場活性化策を検討」し、平成 25 年中に概要を固めることとされた。

これを受け、金融庁及び財務省が事務局となって「金融・資本市場活性化有識者会合」が開催され、同年 12 月 13 日に「金融・資本市場活性化に向けての提言」が取りま

とめられた。また、平成 26 年（2014 年）6 月 12 日には、前回取りまとめ以降の議論を踏まえ、「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（提言）」が取りまとめられている。

イ 内容

金融・資本市場活性化に向けての提言の前文では、日本経済がバブル経済の崩壊後長期にわたり「デフレの罠」に陥ってきた中で、「我が国金融・資本市場は、長期にわたり低迷し、国際的に存在感が低下しているとの指摘がある」との問題提起を掲げ、日本経済が持続的な経済成長をもたらす「望ましい均衡」への跳躍・回帰を確実に果たし、その下で活力ある社会を実現していく上でも、金融システムが積極的な役割を果たすこと、すなわち「金融・資本市場についても、「第三の矢」の一環として、潜在成長力の引上げに向けた戦略的な構造改革を進めていく必要がある」ことを明らかにしている。

さらに、「金融機関等と実体経済がともに成長していく、いわば「車の両輪」の関係を実現すること」や「財政の持続可能性の確保」についても重要であることを指摘し、具体的な目標としては「2020 年に主要な国際金融センターとして、アジアにおいてナンバーワンの位置を占めることを目指す」こととしている。

これらを受けて取り組むべき施策については、「豊富な家計資金や公的年金等が成長マネーに向かう循環の確立」、「アジアの潜在力の発揮、地域としての市場機能の向上、我が国との一体的な成長」「企業の競争力の強化、起業の促進」「人材育成、ビジネス環境の整備等」の四つの分野について、2020 年までの 7 年間で大きく二段階に分け、第一段階として「直ちに着手し、2014 年からの最初の 1 年間程度で実行すべき課題」と、第二段階として資金の好循環や構造改革の加速のために取り組むべき課題を設定した。

第一段階の課題として取り組むべき施策のうち、投資型クラウドファンディングの利用促進²⁸など、新規・成長企業へのリスクマネー供給促進等のための制度整備については、第 186 回国会（常会）に提出され成立した平成 26 年金融商品取引法等改正に盛り込まれた。

4. 東京市場改革の評価と今後の課題

（1）金融商品取引法の下での東京市場の機能強化策の比較

3. で取り上げた東京市場の機能強化策は、策定時の内外経済情勢や政権の政策的方向性により細部には違いが生じているが、おおむね次のような共通点が見られる。

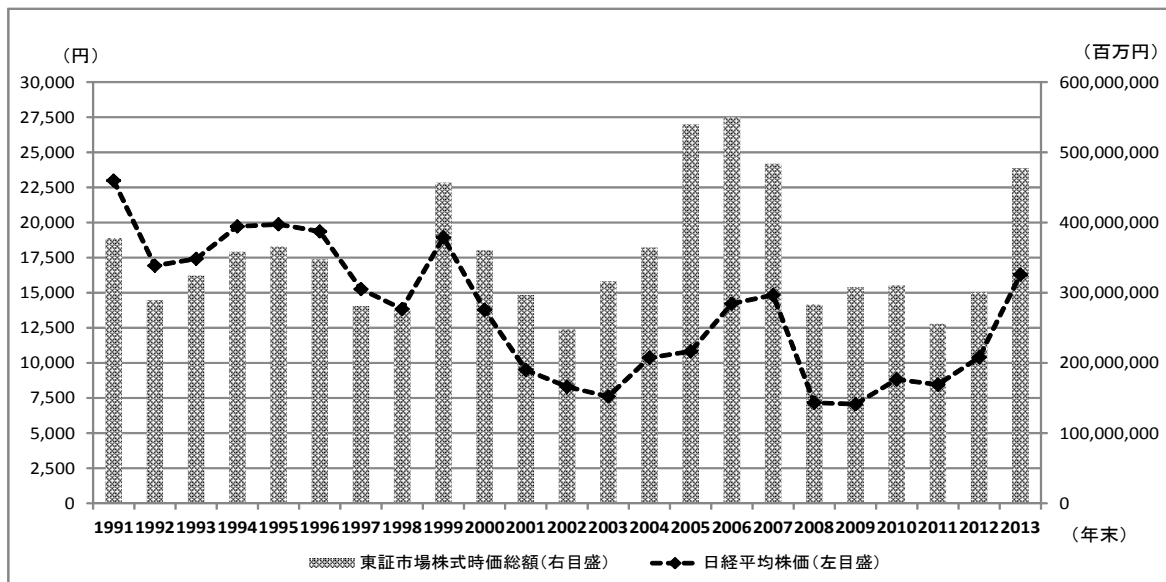
- ①少子高齢化が進展する中で、我が国経済の持続的な成長のためには、家計の金融資産の投資機会の確保と企業への成長資金の供給促進が求められている。
- ②国際金融センター間の競争が激化する中で、我が国金融・資本市場の競争力・存在感が低下する傾向にあり、市場機能の強化や魅力の向上のための施策を講ずる必要がある。
- ③金融業についても、高い付加価値を生み出す成長産業となって、我が国経済に貢献することが必要である。

これらの点は、2. で述べたとおり、平成8年11月に打ち出された日本版金融ビッグバンにおいても共通している考え方であり、我が国の金融・資本市場改革に当たっての20年来の課題となっていると言えよう。

(2) 東京市場の位置付けの変化

バブル経済崩壊後の1991年から2013年までの東京市場における株価及び株式時価総額の推移は、図表3のとおりである。足下では、第二次安倍内閣の経済財政政策、取り分け「第一の矢」である日本銀行の量的・質的金融緩和の影響等もあり、株価水準、時価総額ともに大きく回復しているが、株価水準に関しては1990年代前半の水準を回復するには至っていない。

図表3 日経平均株価と東京証券取引所市場株式時価総額の推移



(出所) 日経平均プロフィール<<http://indexes.nikkei.co.jp/nkave>>及び東京証券取引所ウェブサイト(統計情報(株式時価総額))<<http://www.tse.or.jp/market/data/value/>>を基に作成

この間の東京市場の国際金融センターとしての位置付けの変化を見てみると、1990年代初めにニューヨークとほぼ同水準であった株式市場の時価総額が現在は4分の1程度にとどまっているほか、国際金融センターに関する最近の調査においては4位から7位に位置付けられている²⁹。このうち、Z/Yenグループによるグローバル金融センターインデックスの順位を見ると(図表4)、2007年3月時点で9位であった東京市場は、2009年3月には12位に落ち込み、その後は回復するもロンドン、ニューヨーク、香港、シンガポールの各市場の後塵を拝する結果となっている。こうした状況から見て、累次の機能強化策の策定・実施による地位向上はなお道半ばであると言わねばならない。

また、機能強化策で必ず取り上げられている家計の金融資産についても、現金・預貯金の割合が引き続き高く、株式や投資信託の割合は若干上昇傾向にあるものの低いなど、貯

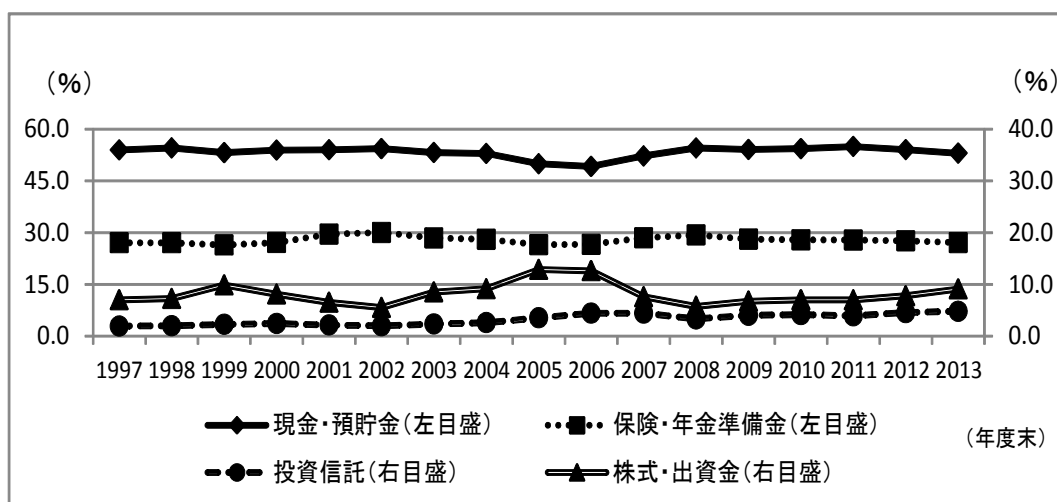
蓄から投資への移行は進んでいない状況が見られる（図表 5）。現預金比率が米国で 14.1%、比較的高いドイツでも 40.8%である³⁰ ことと比較すると、日本の現預金比率の高さは際立っている。

図表 4 Global Financial Centres Index における東京市場の順位

2007年3月	9位	2010年3月	4位	2013年3月	6位
2008年3月	9位	2011年3月	6位	2014年3月	6位
2009年3月	12位	2012年3月	5位		

（出所）内閣府「国際金融センター、金融に関する現状等について」（平成 26 年 4 月 18 日 経済財政諮問会議「選択する未来」委員会成長・発展ワーキンググループ配付資料）及び淵田康之「アジアの金融競争力」『野村資本市場クォーターリー』2013 年春号を基に作成

図表 5 家計の金融資産における主な項目の残高構成比の推移



（出所）日本銀行「資金循環統計」及び金融広報中央委員会「暮らしと金融なんでもデータ 2-1 家計の金融資産と種類別構成比の変化」を基に作成

（3）機能強化策の評価

機能強化策の策定・実施にもかかわらず東京市場の低迷が続いた要因の一つとしては、日本版金融ビッグバンの過程における不良債権問題の深刻化を始め、市場強化プラン策定直後の世界金融危機、金融アクションプラン策定直後の東日本大震災など、策定後の急激な実体経済の悪化による影響が挙げられよう。例えば、日本版金融ビッグバンによる一連の改革については、「金融システム改革は大きく進展したが、同時進行で不良債権問題が深刻化し、およそ国際競争力を論ずるような状況ではなくなってしまった」³¹ といった指摘があり、市場強化プランや金融アクションプランについても、平成 24 年金融商品取引法等改正の国会審議の際に松下金融担当大臣が「十分な成果があったかと言われると、経済のその後のいろいろな動きもあったため、思うとおりにはいかなかった」³² との答弁を行っている。

また、バブル経済が崩壊した 1990 年末を起点とした預金と株式投資による資金運用を

分析すると、株式投資の時価は一度も預金を上回ることがなく、直近まで一貫して投資よりも貯蓄の方が有利であるとの指摘もされている³³。この点からも、デフレと経済の低迷によって家計の金融資産から投資への資金流入が進まなかったと言える。

他方、日本版金融ビッグバンについては、「金融システム再生のためのミニマムの条件を整えるための10年遅れの取り組みに過ぎなかった」と指摘した上で、国際競争力の回復は「地道で継続的な努力を要するものである」³⁴とする意見も見られる。日本版金融ビッグバンの結果は飽くまで最低限のものであって、更なる改革を継続的に行うことの重要性を指摘したものと受け止められよう。

日本版金融ビッグバンに始まった東京市場の改革は、高い目標を目指して抜本的な改革を提起し、多くの個別項目についても具体的な制度整備にまで結び付いていることから、金融行政当局を始め、金融業界・市場関係者の努力、利用者の理解と協力の下に進められてきたことは率直に評価すべきである。しかし、その成果が意図したとおりにないことに対しては、確かに実体経済の悪化の影響が大きいとはいえ、その変化に応じた改革項目の見直し・組替えなどを通じて、時宜にかなった継続的な取組を進める必要があったと考える。今後は、機能強化策の進捗状況等についてフォローアップを徹底し、適切な評価を加えていくことも重要である。一方で、各国と比較した取組の遅れ自体は必ずしも悲観的に見る必要はなく、危機の教訓を蓄積した強靱な制度を我が国が率先して構築できるものと、積極的に考えるべきである。

この点、過去の制度整備によって不良債権問題について一定の目途が立ち、金融システムが安定するとともに、現下の経済財政政策の効果によって景気が復調している今日においては、規制改革を中心とした東京市場改革の好機であると言える。

かつての市場強化プランは、日本版金融ビッグバンの成果を踏まえて更なる上乗せを目指す「日本版金融ビッグバン以来の改革」として位置付けられていた³⁵。今日の金融・資本市場活性化に向けての提言に基づく改革も、同様に理解されている³⁶。今後は、完全な実施に至らなかった市場強化プランの反省を踏まえつつ、金融・資本市場活性化に向けての提言に基づく改革について、更なる充実と着実な実施が求められる。

(4) 今後の東京市場改革の課題

最後に、今後の我が国の東京市場改革に当たって、課題と考えられる事項をまとめておきたい。

第一に、実体経済を支えるとともに金融自身が成長産業になるという、金融の二つの役割そのものについては、世界金融危機等の反省も踏まえ、バランスの取れた機能強化が図られるべきである。

それに関連して、金融行政当局の役割についても考慮しなければならない。大蔵省の金融行政が裁量的である等の批判を背景に、平成10年(1998年)に金融検査・監督部門を分離して発足した金融監督庁は、明確なルールに基づく「公正で透明な金融監督の確立」を掲げ、極力、裁量的なもの、不透明なものを排除するという方針を明確にしていた³⁷。また、平成12年(2000年)に金融監督庁と大蔵省金融企画局の統合により発足した金融

庁は、「金融システムの安定」「市場の透明・公正」「利用者の保護」の三つを金融行政の基本的な政策目標として位置付けている³⁸。今日においても、不公正取引や投資詐欺など、市場の公正や利用者保護を損ねるような問題事案が頻発している以上、明確なルールの下での検査・監督の充実を求める要請は当然である。今後はそれに加えて、旧大蔵省当時の「護送船団方式」とは異なる発想での金融市場及び金融業の育成にも力を注ぐ必要があり、そのためにも金融制度の企画機能を更に強化していく必要がある。

第二に、従来の東京市場の改革は、米国や欧州を中心とする国際金融センターを目標とし、その水準を達成することを目的としていた。しかし、欧米市場については、世界金融危機という「日本が直接は経験しなかった異質の危機の経験を踏まえつつ、規制強化を主軸とする制度改革を進めており、そこでの検討内容やその方向性は、そのままの形では、必ずしも日本市場にとっての参考となるものではない」³⁹とも指摘されており、今後は他市場のキャッチアップにとどまらず、変化する市場参加者やサービス利用者の要望に沿った制度改革を、政府や市場関係者等が主体的に進めていくことが求められよう。

第三に、過去の機能強化策における個々の取組については、その後の情勢変化等により当初見込んでいた効果が見られないものもある⁴⁰。例えば、市場強化プランで盛り込まれたプロ向け市場については、現在も上場企業数が伸び悩んでいる⁴¹。また、金融・証券・商品を取り扱う総合取引所構想については、二度にわたり法律改正が行われているにもかかわらず、未だに実現の見通しが見えない状況にある⁴²。機能強化策全体についても、個々の取組についても、その効果を検証し不断の見直しを行っていく必要がある。

(ふじい かずや)

¹ 現行の金融商品取引法は、第164回国会（常会）に提出されて成立した平成18年証券取引法等改正（「証券取引法等の一部を改正する法律」（平成18年法律第65号））により、証券取引法（昭和23年法律第25号）の題名が改められたものである。金融庁ウェブサイト「金融商品取引法について」〈<http://www.fsa.go.jp/policy/kinyusyohin/index.html>〉では「金融商品取引法は、平成19年9月30日に施行されました。」との表現が用いられており、本稿においてもこの表現に倣うこととしている。

² 島村高嘉・中島真志『金融読本（第28版）』（東洋経済新報社 平成23年）259頁

³ 「護送船団行政」という名称は、政府の護衛艦に周囲を堅く守られ、一隻の商船（金融機関）も脱落せず前に進むという比喩から名づけられた（谷内満『入門 金融の現実と理論 第2版』（同友館 平成25年）180頁）。

⁴ 昭和58年（1983年）11月の竹下大蔵大臣とリーガン米国財務長官の共同新聞発表により設置された「日米共同（大蔵省・財務省）円・ドル・レート、金融・資本市場問題特別会合作業部会」による報告書。

⁵ 「国際金融センター」とは、国際金融取引が活発に行われている金融・資本市場、あるいはその市場がある都市を意味する（海野和之「今月のキーワード 国際金融センター」『みずほリサーチ』2007年8月号13頁）。なお、我が国金融・資本市場を全体的に指すものとして「東京市場」が用いられることが多く、本稿においてもそれに倣っている。

⁶ 「我が国金融システムの改革～2001年東京市場の再生に向けて～」（平成8年11月・橋本総理指示）

⁷ イギリスのビッグバンによる改革は、手数料の自由化、単一資格制の廃止（取引所会員について、自己の勘定で売買を行うジョバーと顧客の注文の媒介を行うブローカーの兼業を容認）、外部資本の参加（銀行等による会員業者の買収の容認、銀行等の会員権獲得）などからなる。1986年には金融サービス法が制定され、慣行や自主規制等に依存していた証券市場の規制・監督体系が法的に整備された（財団法人日本証券経済研

究所『図説イギリスの証券市場 2009 年版』12 頁)。

⁸ この改正により、題名を「外国為替及び外国貿易法」と改めた。

⁹ 金融再生プログラムでは、「日本の金融システムと金融行政に対する信頼を回復し、世界から評価される金融市場を作るためには、まず主要行の不良債権問題を解決する必要がある」との問題認識の下、「平成 16 年度には、主要行の不良債権比率を現状の半分程度に低下させ、問題の正常化を図るとともに、構造改革を支えるより強固な金融システムの構築を目指す」とされた。

¹⁰ 金融改革プログラムでは、「わが国の金融システムを巡る局面は、「金融再生プログラム」の実施等により不良債権問題への緊急対応から脱却し、将来の望ましい金融システムを目指す未来志向の局面（フェーズ）に転換しつつある」との認識を示し、「金融サービス立国」の実現に向けて、金融行政が今後 2 年間の「重点強化期間」に実行すべき改革の道筋（ロードマップ）」を示すものとされた。

¹¹ 安倍晋三氏は、平成 18 年の自由民主党総裁選挙に立候補を表明するに当たり、政権構想「美しい国、日本。」を発表し、その中で「ロンドン、ニューヨークに比肩するわが国金融市場の強化」を掲げている（「安倍氏政権構想「美しい国、日本。」全文」『中国新聞』（平 18.9.2））。

¹² 山本金融担当大臣は、平成 19 年（2007 年）1 月 16 日の記者会見で、貯蓄から投資へという流れを一層確かなものとして、我が国金融・資本市場の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から、金融審議会にスタディグループを設け、国際的に魅力ある市場の構築に向けた方策を検討するとの方針を明らかにした（「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）」金融庁ウェブサイト〈<http://www.fsa.go.jp/common/conference/minister/2007a/20070116.html>〉）。

¹³ 平成 20 年 6 月 17 日に金融庁が公表した「市場強化プラン（Better Market Initiative）の進捗について」では、金融・資本市場競争力強化プランを「市場強化プラン」と称している。

¹⁴ 「プロ向け市場」とは、ロンドン証券取引所（LSE）の AIM などの例を参考に、市場参加者を特定投資家（適格機関投資家のほか、一定要件を満たす法人・個人）に限定し、発行者の開示規制等について自己責任に立脚した新たな規律に基づく市場であり、平成 20 年金融商品取引法等改正により「特定取引所金融商品市場」として制度化された。現在は、東京証券取引所（旧 TOKYO AIM 取引所）の TOKYO PRO Market 及び TOKYO PRO-BOND Market がある。

¹⁵ ファイアーウォール規制とは、銀行・証券・保険会社間の業態別子会社による相互参入による弊害を防止するため、役職員の兼職規制等を行うものであった。市場強化プランを受けた平成 20 年金融商品取引法等改正では、利益相反管理体制の整備を義務付ける一方で、役職員の兼職規制を撤廃した。

¹⁶ 平成 19 年 7 月、金融庁は、より良い規制環境を実現するための金融規制の質的な向上（ベター・レギュレーション）をこれからの金融行政の大きな課題として位置付ける方針を明らかにしていた（佐藤金融庁長官講演「金融規制の質的向上について（ベター・レギュレーションへの取組み）」金融庁ウェブサイト〈<http://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20070731.html>〉）。

¹⁷ 市場強化プラン及び平成 20 年金融商品取引法等改正の詳細な経緯及び改正の概要については、拙稿「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～『立法と調査』第 281 号（平 20.5）を参照。

¹⁸ 第 171 回国会参議院財政金融委員会会議録第 17 号（平 21.6.2）11 頁

¹⁹ 第 173 回国会衆議院財務金融委員会会議録第 3 号（平 21.11.18）29 頁

²⁰ もっとも、田村内閣府大臣政務官は、平成 22 年 5 月 19 日の講演において「金融庁の使命は、金融システムの安定、利用者保護、そして金融市場の公正の確保です。金融セクターを保護し育成すること自体は目的ではありません。」と述べている（「田村金融担当大臣政務官講演（概要）（平成 22 年 5 月 19 日（水）ザ・エコノミスト・グループ主催コンファレンス「ベルウェザー・シリーズ・ジャパン）」金融庁ウェブサイト〈<http://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20100519-1.html>〉）。

²¹ 市場発の金融危機への対応については、平成 21 年 1 月 21 日に金融庁が公表した「金融・資本市場に係る制度整備について」において制度整備の方針が明らかにされ、第 174 回国会（常会）に提出され成立した平成 22 年金融商品取引法等改正に盛り込まれた。この経緯及び改正の概要については、拙稿「世界金融危機を踏まえた金融システム整備へ向けて～金融商品取引法等の一部を改正する法律案～」『立法と調査』第 304 号（平 22.5）を参照。

- ²² この点については、「日本の強みとして個人金融資産 1500 兆円を挙げながら、それを生かす具体的戦略が見当たらない」（「1500 兆円の金融資産を生かせ」『日本経済新聞』（平 22. 1. 19））といった批判が見られた。もっとも、個別の戦略の中には、「金融や運輸等のサービス分野の国際競争力を強化し、その流れの円滑化を図る」（「新成長戦略（基本方針）」13 頁）といったものが含まれている。
- ²³ コミットメントライン契約は、貸主が借主に対して一定の期間及び金額の融資枠を供与し、借主はその範囲でいつでも借入れができる契約である。特定融資枠契約に関する法律（コミットメントライン法）は、コミットメントライン契約（特定融資枠契約）の設定等の対価として貸主に支払われる手数料について、利息制限法及び出資法の適用除外とするものであり、金融アクションプランを受けた平成 23 年金融商品取引法等改正により、適用を受ける借主の範囲が拡大されている。
- ²⁴ ファイナンス・リースとは、中途解約禁止及びフルペイアウト（物件価格と付随費用をリース料で全額回収）の 2 つの要件を満たすリース取引である。金融アクションプランを受けた平成 23 年金融商品取引法等改正により、銀行・保険会社等金融機関本体がファイナンス・リースを提供することが可能とされている。
- ²⁵ ライツ・オフリングは、会社法第 277 条の規定による新株予約権無償割当て（株主に対し新たに払込みをさせないで当該株式会社の新株予約権を割り当てる）による増資をいう。平成 23 年金融商品取引法等改正では、この方式による増資の際の目論見書の交付手続の弾力化などの見直しが行われている。
- ²⁶ ただし、企業における会計実務充実のための会計専門家の活用等の促進については、第 177 回国会（常会）に提出された平成 23 年金融商品取引法等改正案において公認会計士法及び金融商品取引法の規定を整備することが盛り込まれたものの、参議院において当該規定を削除する修正が行われた。
- ²⁷ 第 177 回国会参議院財政金融委員会会議録第 8 号（平 23. 4. 21）25 頁
- ²⁸ クラウドファンディングは、新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組みをいい、資金提供者に対するリターンの形態により、「寄付型」、「購入型」、「投資型」に区分される。平成 25 年金融商品取引法等改正では、株式形態やファンド形態により募集等が行われる投資型クラウドファンディングについて、参入要件の緩和等を行い、併せて投資者保護のためのルールを整備している。
- ²⁹ 内閣府「国際金融センター、金融に関する現状等について」（平成 26 年 4 月 18 日 経済財政諮問会議「選択する未来」委員会成長・発展ワーキンググループ配付資料）1～2 頁
- ³⁰ 内閣府「国際金融センター、金融に関する現状等について」（平成 26 年 4 月 18 日 経済財政諮問会議「選択する未来」委員会成長・発展ワーキンググループ配付資料）3 頁
- ³¹ 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 2 頁
- ³² 第 180 回国会参議院財政金融委員会会議録第 11 号（平 24. 7. 26）9 頁
- ³³ 「貯蓄から投資へ 未完の挑戦 1」『日本経済新聞』（平 26. 6. 1）
- ³⁴ 池尾和人「敗者復活戦としての金融ビッグバン」『ESP』2005 年 9 月号 83 頁
- ³⁵ 例えば、「金融庁の市場改革策 東京市場の再興狙う」『日本経済新聞』（平 19. 12. 21）など。
- ³⁶ 例えば、「金融成長戦略 脱デフレへ政策総動員」『日本経済新聞』（平 25. 12. 14）など。
- ³⁷ 「金融監督庁発足時の記者会見における長官発言骨子（平成 10 年 6 月 22 日）」金融庁ウェブサイト〈http://www.fsa.go.jp/p_fsa/danwa/danwaj/dan-j-622.html〉
- ³⁸ 佐藤隆文『金融行政の座標軸』（東洋経済新報社 平成 22 年）29 頁
- ³⁹ 大崎貞和「2014 年金融・資本市場の課題」『月刊資本市場』2014 年 1 月号 41 頁
- ⁴⁰ 金融庁所管法令を含めた金融・市場制度のうち、利用が進んでいないものの論点を整理したものととして、横山淳「利用が進まない金融・市場制度」（大和総研 平成 25 年 4 月）がある。
- ⁴¹ 平成 26 年 8 月 5 日現在の TOKYO PRO Market への上場会社数は 8 社である。
- ⁴² いわゆる総合取引所構想に関しては、平成 21 年金融商品取引法等改正（及び同年の商品取引所法改正）により、金融商品取引所と商品取引所の相互乗り入れ（例えば、金融商品取引所が商品市場開設許可を受けるなど）が認められ、平成 24 年金融商品取引法等改正では、総合的な取引所を実現するため、金融商品取引所の金融商品市場で商品関連市場デリバティブ取引を取り扱うことが可能となっている。