

KPMG Insight

KPMG Newsletter
September 2015

複層化する金融・資本市場改革の
ロードマップと注目すべき施策



Volume
14

複層化する金融・資本市場改革のロードマップと注目すべき施策

有限責任 あずさ監査法人 金融事業部

シニアマネジャー 保木 健次

2015年6月30日、日本の金融・資本市場にかかわるすべての関係者が今後の規制改革の方向性を把握するうえで重要な2つの文書が公表されました。

1つは閣議決定された「『日本再興戦略』改訂2015 ー未来への投資・生産性革命ー」、もう1つは金融庁から公表された「金融・資本市場活性化有識者会合意見書」です。

日本再興戦略の2015年改訂版は、金融・資本市場のみをターゲットとしたものではありませんが、これらはともに、経済成長や市場活性化に向けた改革の方向性を示していること、2013年に第一弾となる文書が公表され、2014年の改訂を経て今回が第三弾となる公表であることといった共通点が見られます。

これらの文書で示される金融・資本市場改革のロードマップに沿った施策の積み重ねが3年目を迎えていくなかで、1つの課題に対し複数の施策が組み合わせられる、あるいは、個々の施策が複数の課題への対処に繋がっている改革メニューの「複層化」が進んできていると考えます。

たとえば、「企業の競争力強化」という課題に向けた会社の取組みを促すコーポレートガバナンス・コードの導入に続き、コーポレートガバナンスの実効性を高める観点から、会社法の解釈指針の作成・公表といった施策や、会社と株主の対話の充実を図るため、会社法、金融商品取引法、取引所上場規則で求められている情報開示の統合が検討、および機関投資家のスチュワードシップ・コードの実施の定着を図るためのフィデューシャリー・デューティー（Fiduciary Duty）の強化といった施策が取り上げられています。

また、国内外のシームレスな決済インフラの構築といった決済機能の高度化といった施策は、企業の競争力強化だけでなく、「東京市場のアジアとの国際金融センター化」という課題および主要行によるキャッシュ・マネジメントサービスの強化の支援となること等を通じて企業競争力の強化および「アジア経済との一体的発展」という課題にも対応する施策となっています。

複層化により1つの課題に対して単発の施策を繰り出すだけに留まることに比べ、課題解決の効率性や効果が高まるという側面だけでなく、継続的に一貫した改革の方向性が維持されていることが複層化の背景にあることを踏まえつつ、示されているロードマップから自社への影響および取り組むべき課題を見極め、中長期的なビジネス戦略に組み込んでいくことが重要だと考えます。

本稿では、「日本再興戦略」および「有識者会合意見書」を中心に金融・資本市場の活性化について議論されている検討事項について概観するとともに、日本の上場企業、資産運用会社を含めた金融機関およびこれらを取り巻くビジネスに与える影響について考察します。

なお、本稿の内容は執筆時（2015年8月10日）における情報に基づいていること、および本文中の意見に関する部分は、筆者の私見であることをあらかじめお断りいたします。



ほ き けん じ
保木 健次
有限責任 あずさ監査法人
金融事業部
シニアマネジャー

【ポイント】

『日本再興戦略』改訂 2015 「未来への投資・生産性革命」および「金融・資本市場活性化有識者会合意見書」において提示されている数多くの施策の中から、本稿では以下の金融・資本市場改革メニューを中心に取り上げています。

- 統合的開示に向けた検討：会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則に基づく開示の重複排除や相互参照の活用、実質的な監査の一元化、四半期開示の一本化、株主総会関連日程の適切化等
- 決済高度化に向けたアクションプラン：グローバルに活動する本邦企業の成長力を強化する等の観点から、銀行によるキャッシュ・マネジメントサービスの高度化、決済インフラの国内外を通じたシームレス化や電子記録債権のさらなる活用等
- 資産運用業の抜本的強化：独立性の高いフィデューシャリー・デューティーに立脚した優れたガバナンスや報酬体系の確立、販売会社からの経営の独立性の確保、残高やパフォーマンス重視のビジネスモデルへの転換、ファンドの相互承認や海外拠点の展開に係る検討等
- 国際金融センターとしての地位確立と日本企業の海外進出支援：金融庁に設置していた「アジア金融連携センター」を「グローバル金融連携センター（仮称）」とし技術支援の対象を拡大するとともに日本の金融・資本市場の魅力を発信する海外 IR 機能を付与、アジア進出する日本企業に対する情報提供、各種セミナー・研修の拡充および実施情報を集約・発信する情報窓口を金融庁に設置等

I

日本再興戦略改訂版と
有識者会合意見書の概要

2015年6月30日、閣議決定された「『日本再興戦略』改訂 2015 「未来への投資・生産性革命」」（以下「日本再興戦略 2015」という）および金融庁より「金融・資本市場活性化有識者会合意見書」（以下「有識者会合意見書」または単に「意見書」という）が公表されました。

日本再興戦略2015は閣議決定されたものであり、金融・資本市場だけでなく日本の成長戦略全体の大枠を提示しているのに対して、有識者会合意見書は日本の金融・資本市場活性化に向けての中長期的な方向性と重点的に取り組むべき施策が取りまとめられています。

これら2つの文書は、経済成長や市場活性化に向けた改革の方向性を示していること、2013年に第一弾となる文書が公表され、2014年の改訂版を経て今回が第三弾となる公表であることといった共通点が見られます。

上述のような2つの文書の関係から日本再興戦略2015において提示されている施策の多くは、有識者会合意見書においても取り上げられており、金融・資本市場改革に関して検討されている施策を把握するためには、基本的に意見書の方を読んで頂ければ足りるということになります。

しかしながら、日本再興戦略2015のみで提示されている施

策も若干ありますので、まずは、提示されている施策について以下の表で確認したいと思います。なお、重複して記述されている施策についてはより詳細・具体的に記述されている方の文書を優先し、可能な限り重複して記述することを回避しています。

日本再興戦略2015 において提示されている 金融・資本市場改革に係る主な施策	
1. 産業の新陳代謝の促進	(3) 新たに講ずべき具体的施策 i) 「攻めの経営」の促進
	① コーポレートガバナンスの強化
③ 持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進	● 取締役会が委任できる業務範囲及び社外取締役が社外性を有したまま行える行為の範囲等に関する会社法の解釈指針の作成・公表
	● スチュワードシップ・コードの受入れに係る機関投資家等へのメッセージ発出
	● 株式報酬・業績連動報酬等の柔軟な活用を可能とする仕組みの整備
	● 会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則に基づく開示を検証し、重複排除や相互参照の活用、実質的な監査の一元化、四半期開示の一本化、株主総会関連の日程の適切な設定等について今年度中に総合的に検討・結論
	● 招集通知添付書類の電子的提供の原則化
	● 議決権行使プロセス全体の電子化

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・資本市場の活性化等

- インフラファンドの組成・上場の促進
- ヘルスケアリートの更なる普及・啓発に向けた取組の加速
- 総合取引所の可及的速やかな実現
- 東京プロボンド市場の活性化
- 振替・決済機関が提供するサービスの拡大や外貨建債券の発行・流通の促進
- 技術支援体制のアジアから中東・アフリカ及びラテン・アメリカへの拡充
- 販売会社・投資運用業者に係る役割・責任（フィデューシャリー・デューティー）の推進

有識者会合意見書において提示されている主な施策

2. 金融・資本市場活性化に向け、さらに一層の取組みを要する課題

(1) 持続的な企業価値向上による企業の競争力強化

- OECDなどの国際機関と連携した情報発信
- 銀行の株価変動リスク管理強化

(2) 資産運用業の抜本的強化

- 独立性の高いフィデューシャリー・デューティーに立脚したガバナンス・報酬体系の確立
- 投資運用会社の販売会社からの経営の独立性の確保
- 経営陣に専門性の高い人材の登用促進
- 独立社外取締役の設置促進
- 助言手数料や運用報酬を主要な収益源とするビジネスモデルへの転換促進
- ファンドの相互承認や海外拠点の展開などについて検討

(4) 企業の競争力強化や利用者利便に資する決済高度化及び金融グループ制度のあり方の検討

- 決済業務等の高度化に向けたアクションプラン策定
- 競争的な決済サービスのイノベーション促進
- オープン・イノベーションを重視した体制とビジネスモデルの構築促進
- キャッシュ・マネジメントサービスの経営戦略上の位置づけの明確化
- 銀行の戦略的なIT投資、海外拠点における機動的な事業展開の促進
- 国内外を通じたシームレスな決済インフラの構築
- アジアにおける決済インフラ構築への関与の強化
- XML電文への全面移行や全銀システムの活用を通じた決済インフラの高度化

(6) アジアをはじめとする世界との連携、国際金融センターとしての地位確立

- 金融庁に設置する情報窓口企業に対する各種セミナー・研修等の実施情報を集約・発信
- 日本の金融・資本市場の魅力をグローバルに発信する海外IR機能を「グローバル金融連携センター（仮称）」に付与

ご確認いただけるように金融・資本市場の改革に向けて非常に多くの施策が提言されています。紙幅の都合もありますので、本稿ではこの中から主要な施策について考察します。

Ⅱ 主要な金融・資本市場の改革に向けた施策

1. 統合的開示に向けた検討

これまで異なる法規制で求められてきた情報開示が統合される方向で検討が進むことになります。

日本再興戦略2015において、持続的成長に向けた企業と投資家の対話を促進するという観点から、「投資家が必要とする情報を効果的かつ効率的に提供するため、金融審議会において、企業や投資家、関係省庁を集めた検討の場を設け、会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則に基づく開示を検証し、重複排除や相互参照の活用、実質的な監査の一元化、四半期開示の一本化、株主総会関連の日程の適切な設定、各企業がガバナンス、中長期計画等の開示を充実させるための方策等を含め、統合的な開示の在り方について今年度中に総合的に検討を行い、結論を得る」としています。

コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードを車の両輪とする中長期的な企業価値向上の向けの攻めのガバナンスを実現するためのカギとなる会社と株主の対話を充実させるための前提となる情報開示のあり方について複数の法規制にまたがる現状のシステムを抜本的に見直すものであり、前述の2つのコードの策定が単発に終わるものではなく、継続的な施策が打ち出される「複層化」の1つの事例となると考えられます。

この金融審議会の場を使った統合的開示の検討自体が、「コーポレートガバナンスの強化」、さらには「『攻めの経営』の促進」に向けた改革メニューの1つに過ぎず、後述するOECD（経済協力開発機構）等の国際機関を通じた情報発信、スチュワードシップ・コードの定着、社外取締役の業務執行の範囲等に係る会社法の解釈指針の作成・公表、株式報酬・業績連動報酬の柔軟な活用の仕組みの整備といった数多くの「複層化」となる施策が打ち出されており、もはやコーポレートガバナンスに関連する取組みは以前の状態に戻ることは想定しづらくなったと考えられます。

実際に、スチュワードシップ・コードの定着については、コーポレートガバナンス・コードの全般的な状況の把握という施策と併せて、普及・定着状況をフォローアップし、必要な施策を議論・提言することを目的とする「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」が金融庁および東京証券取引所を事務局として設置され、今後議論が行われる予定となっています。

ただし、施策が十分な効果を発揮することを見極めるまでは、機関投資家に対する規律付けが十分でないために会社との対話が形式的なものとなり、企業側のコーポレートガバナンス向上に向けた取組みを鈍らせる懸念は残ると考えますので、フォローアップ会議の議論の行方については注視していく必

要があると考えます。

2. 決済高度化に向けたアクションプラン

日本再興戦略2015および有識者会合意見書において、決済高度化に向けたアクションプランの策定が提示されています。決済高度化自体は、2014年9月に金融庁に設置された金融審議会「決済等の高度化に関するスタディ・グループ」において議論が行われてきました。この議論を踏まえて、2015年4月に公表された「中間整理」において決済高度化に向けたアクションプランを策定することが示されています。

このアクションプランにおいて言及されることが見込まれる施策としては、金融機関に対して、自前主義ではない、オープン・イノベーションを重視した体制とビジネスモデルの構築、主要行におけるキャッシュ・マネジメントサービス（以下「CMS戦略」という）の明確化、送金フォーマットの国際標準化等を実現したうえでの国内外を通じたシームレスな決済インフラの構築、アジアにおける決済インフラ構築への関与などが含まれます。

こうした決済インフラは、企業の経済活動の根幹を支えるものであり、金融ビジネスのまさにインフラとなる部分です。このため、国内外のシームレスな決済インフラの構築は、企業の海外進出をサポートし、間接的に攻めのガバナンスを補完するものとなります。また、主要行のCMS戦略に対しても大きな影響を与え得るものであり、アジアにおける決済インフラに関与していくことは、こうした企業や金融機関だけでなく、決済インフラ自身にとってもアジアの成長の取込みという課題に対する「複層化」した施策となるものです。

3. 資産運用業の抜本的強化

「フィデューシャリー・デューティー」という言葉が日本再興戦略2015および有識者会合意見書において取り上げられています。

日本再興戦略2015では、フィデューシャリー・デューティーを、「他社の信託を得て、一定の任務を遂行すべき者が負っている幅広い様々な役割・責任の総称」と定義し、販売会社・投資運用業者の双方がそのような役割・責任が果たす結果、真に投資家ニーズにかなう、より質の高い商品が提供されるとしています。

他方で、有識者会合意見書では、「独立性の高いフィデューシャリー・デューティーに立脚した優れたガバナンスや報酬体系を確立」する結果、世界の資金と多様な高度金融人材を惹きつけるとしています。

フィデューシャリー・デューティーという言葉自体はまったく新しいものではなく、一般的に「受託者責任」と訳され、投資運用業界では以前から使われていたものです。ここで注目すべきなのは、言葉の定義ではなく、何が課題とされている

かです。日本再興戦略2015では、フィデューシャリー・デューティーを果たすことで、投資家ニーズにかなう商品が提供されると簡潔に書かれていますが、有識者会合意見書ではもう少し順を追って記述されています。

有識者会合意見書では、「独立性の高い」フィデューシャリー・デューティーが必要だとされ、その後の段落において、投資家目線の商品開発が行われない背景として投資運用業者の経営が系列の販売会社から「独立していない」ことにあると分析しているように見えます。つまり、投資家目線の商品開発が行われないという課題があり、その要因が販売会社と投資運用業者間の独立性の欠如にあると考えられていると言えます。

実際に有識者会合意見書では、「投資運用会社は、まず、販売会社からの経営の独立を確保することが必要」、「経営陣には、系列の販売者出身者だけでなく」、「独立社外取締役の設置も有効な手段」といったことが言及されていますので、今後こうした流れを作り出す施策が打ち出される可能性は高いと考えられます。

また、有識者会合意見書では、投資運用会社の投資信託販売に係るビジネスモデルが、「販売手数料重視」ではなく、「残高やパフォーマンス重視」ビジネスモデルへと転換すべきだとしています。こうした主要な収益源をシフトさせるビジネスモデルの転換は、容易なものではないと考えられますが、施策の「複層化」の流れを勘案すると、一過性のプレッシャーと捉えることなく、本格的な検討を進めていくことが肝要と考えます。

その他、有識者会合意見書では、投資運用業者が「日本独特の仕組みや取引慣行もあるが、海外のファンドを我が国で取り扱うとともに、我が国のファンドが世界で取り扱われるように、相互承認や海外拠点の展開などについて広く検討する」ことが望ましいこととされています。つまり、相互承認制度を活用したファンドの輸出や、海外拠点の展開などにより、資産運用ビジネスのグローバル展開が促進されることが期待されていると考えられるとともに、現時点で日本はファンドの相互承認制度を有していないことから、日本が参加する相互承認制度について検討が進められていると推察されます。

資産運用業者はこうした施策を踏まえながら中長期的なビジネス戦略を策定していくことが必要だと考えます。

4. 国際金融センターとしての地位確立と日本企業の海外進出支援

当局自身が行う施策について注目すべきは、対外的な情報発信に係る項目が複数取り上げられているところです。

まず、「コーポレートガバナンス・コードは『攻めのガバナンス』の実現を目指すものであることを、OECD等の国際機関とも連携しつつ、対外的に情報発信を行う必要がある」としています。日本のコーポレートガバナンスに係るコードであるに

もかわらず英語による情報発信を行うことの有用性については、KPMG Insight Vol.11/March 2015「コーポレートガバナンス・コードを読み解く 第2回 諸外国におけるコーポレートガバナンスに係る議論との比較からみる日本のコーポレートガバナンス・コード」においても言及したところではありますが、これについても一過性に終わらせることなく、継続的な情報発信を行って「複層化」することにより、海外の関係者に対して、日本のガバナンスについて周知・理解を図るという課題の解決に向けた効果が高まる事例かと思えます。

また、「日本の金融関係の専門家と協働した企業に対する情報提供、各種セミナー・研修等を集約する情報窓口を設置し、内外に情報発信する」としています。本邦企業・金融機関の海外進出をサポートするものであり、アジア市場の成長の取込みという課題に対する解決策の1つとなるものであり、「複層化」の事例と言えます。

さらに、昨年より金融庁に設置されている「アジア金融連携センター」を「グローバル連携センター（仮称）」に改組し、技術支援活動の対象をアジアから中東、アフリカおよびラテン・アメリカに拡大し、そのうえで、「グローバル金融連携センター（仮称）」に対し、日本の金融・資本市場の魅力をグローバルに発信する機能を与え、戦略的に海外IRを実施するとしています。

Ⅲ おわりに

日本再興戦略2015や有識者会合意見書が3年目を迎え、新しいインパクトのある改革メニューがないという見方もある一方で、1つ1つの課題の解決に向けた継続的なフォローアップと様々な側面から解決に向けた動きを促進しようとする複層化が目立ってきました。

1年で解決しない課題も少なくないなかで、継続的かつ補完的な施策が積み重ねられていくことは、課題が解決していく、つまり掲げられた施策が実現するとの予見性が高まり、影響を受ける関係者にとっては、施策が掛け声倒れとなる懸念を大きく持つ必要なく、影響を踏まえた対応が取りやすくなるという利点があります。

また、ある程度高い実現可能性が見込まれることにより、こうした改革メニューの実現を前提として、新たな収益機会をいち早く捉えるという戦略も立てやすくなります。

今回取り上げた施策の影響を受ける、またはそこから新たな収益機会を見出そうとする関係者は、施策が起す構造変化を見極めつつ、自社の中長期的な経営戦略に組み込んでいくことが期待されます。

本稿に関するご質問等は、以下の担当者までお願いいたします。

有限責任 あずさ監査法人 金融事業部
シニアマネジャー 保木 健次
TEL: 03-3548-5125（代表番号）
kenji.hoki@jp.kpmg.com

KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com
www.kpmg.com/jp



本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気また光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2015 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

© 2015 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

The KPMG name, logo and "cutting through complexity" are registered trademarks or trademarks of KPMG International.