
証券取引審議会基本問題研究会の「証券取引に係る 基本的制度の在り方について」の報告について

***** 証券取引審議会・平3. 5. 24 *****

証券取引審議会では、去る5月24日に基本問題研究会の第28回会合を開催し、同研究会報告書「証券取引に係る基本的制度の在り方について」を取りまとめた。

同研究会は、昨年6月の同研究会第1部会報告「『金融の証券化』に対応した法制的整備等について」及び第2部会報告「国際的な資本市場の構築をめざして」を踏まえて、同10月から、資本市場の健全な発表を確保することにより、国民経済の適切な運営に資するという観点から、①証券化への対応、②公募概念の見直し・私募についての法整備、③市場仲介者についての検討の3つの課題について審議を行い、その結果を報告書として取りまとめたものである。

同報告書では、第1章において、証券取引法の対象とする有価証券の基本的考え方としては、①複数の者が資金を拠出し、その拠出した資金をもとに資金の拠出以外の第三者が事業の経営又は資産の運用を行い、当該資金の拠出者はその事業の経営又は資産の運用の果実としての利益の分配を受けるもので、②流通の可能性があるものとするのが適当であるとしている。その定義の仕方としては、現行の証券取引法に列挙しているものに加え、既存の証券化関連商品をできる限り列挙するが、投資者保護の観点から、今後出現が予想される証券化関連商品を広く含むことができるような包括条項を設けることが必要であるとしている。また、今後、取引の公正確保及び仕組み行為への対応等のために検討を行うことが必要であるとしている。

第2章において、公募概念の見直し及びディスクロージャー制度の整備の内容を明らかにするとともに、私募についての法整備を図ることの必要性等を示している。また、私募についての法整備にあたっては、諸規制・諸慣行の見直し・撤廃を行い、公募市場の機能の活性化を図ることが重要であるとしている。

第3章において、市場仲介者についての検討が行われ、資本市場の効率性の向上、健全な発展という観点から必要とされる場合には、参入を認めていくことが適当であるとし、また、その際には、参入に伴い市場機能が歪められないように弊害防止措置等において実効性ある措置を構じる必要があるとしている。なお、特に、銀行による株式のブローカー業務への参入については、例えば、法律により、当分の間は認めないこととする措置を講ずることが適当であるとしている。

同報告書の全文は、次のとおりである。

証券取引審議会基本問題研究会報告書
－証券取引に係る基本的制度の在り方について－

目 次

はじめに

第1章 有価証券の定義の見直し

1. 証券化への対応
 - (1) 証券化への対応の必要性
 - (2) 新たな有価証券概念についての基本的考え方
 - (3) 有価証券の定義の仕方
 - (4) 証券取引法の適用除外
2. 取引の公正確保
3. 仕組み行為等への対応

第2章 公募概念の見直し・私募についての法整備及びディスクロージャー制度の整備

1. 公募概念の見直し及びディスクロージャー制度の整備
 - (1) 公募概念の見直し及びディスクロージャー制度の整備の必要性
 - (2) 見直しの内容
2. 私募についての法整備
 - (1) 私募の役割及び在り方
 - (2) 私募についての法整備
 - (3) 公募市場の整備，機能の活性化

第3章 市場仲介者についての検討

1. 有価証券の定義の見直し及び私募についての法整備に伴う市場仲介者についての検討
 - (1) 一定の証券化関連商品に係る限定免許等
 - (2) 私募の仲介者
2. 一般的な新規参入について
 - (1) 新規参入の必要性
 - (2) 新規参入者の適格性
 - (3) 新規参入に伴う問題への対応
 - (4) 銀行による証券業務への参入について
3. 証券会社の業務の充実

おわりに

(付) 平成3年4月ディスクロージャー小委員会報告

はじめに

基本問題研究会は、昭和63年9月、証券取引制度等に関する諸問題について基本的な検討を行うために設置され、まず、金融の証券化を巡る諸問題について審議を行い、平成元年5月、中間報告書「金融の証券化に対応した資本市場の在り方について」をとりまとめ、証券取引審議会に報告した。

その後、当研究会は、平成元年7月、第1部会及び第2部会を設け、第1部会においては、発行者、投資者のニーズに応じた証券化関連商品の開発を促進して資本市場の健全な発展を図るため、証券化関連商品に関する投資者保護のための法制上の枠組み等について審議を行い、また、第2部会においては、今後の我が国資本市場の在り方全般について、市場の効率性、国際性、健全性・安定性という資本市場が発行者、投資者のニーズに応じ健全に発展していくために充たすべき3つの基準に照らし審議を行い、平成2年6月、両部会から報告を受けた。両部会報告においては、証券取引に係る基本的な制度の見直しにつき、いくつかの具体的な問題について、引き続き幅広い観点から検討を行っていくこととされた。

当研究会は、平成2年10月、両部会の報告を踏まえ、資本市場の健全な発展を確保することにより、国民経済の適切な運営に資するという観点から、①証券化への対応、②公募概念の見直し・私募についての法整備、③市場仲介者についての検討という3つの課題について審議を再開し、これまで15回にわたって審議を行い、今般、次のとおり審議の結果をとりまとめたので、ここに報告するものである。

また、証券化への対応、公募概念の見直し・私募についての法整備に関連するディスクロージャー制度の整備については、専門的・技術的な観点からの検討を要するものであるので、その審議を行うため、当研究会の下にディスクロージャー小委員会を設置した。同小委員会は、ディスクロージャー制度全般にわたる見直しについて審議を行い、平成3年4月、その審議結果を当研究会に報告したので、同小委員会報告を添付する。

第1章 有価証券の定義の見直し

1. 証券化への対応

(1) 証券化への対応の必要性

イ. 近年、金融の証券化が急速に進展している。欧米においては、多種多様な証券化関連商品の開発が行われているが、我が国においても、金融の自由化、国際化の進展等を踏まえれば、こうした流れは必然的なものであり、証券化関連商品の開発は、今後ますます促進されいくと考えられる。

ロ. このような証券化関連商品は、欧米においては、株券、社債券といった従来の有価証券と同様、証券取引に係る法律の下に置かれ、ディスクロージャー制度、取引の公正確保等の投資者保護の措置が適用されている。

ハ. これに対し、我が国の現行の証券取引法は、有価証券の定義の仕方として、株券、社債券等個別の有価証券を列挙する方式によっている。そのため、法律上列挙されたものに該当しない証券化関連商品は、政令で有価証券として指定されない限り、同法による投資者保護が及ばない仕組みになっている。

このため、これまでは、証券化関連商品について、販売先を制限したり、最低販売単位を大口にするなど、一般投資家への販売を事実上制限すること等により、投資者保護の措置に代えてきている。しかしながら、このような対応は、証券化関連商品の商品性を制約したり、国際的な取引に支障を生じさせるなど、様々な問題を惹起している。

ニ. したがって、我が国においても、欧米におけるような有価証券概念を参考にしつつ、証券化関連商品をも包摂する新たな有価証券概念を採用し、投資者保護の一般的枠組みを整備する必要がある。

これにより、現在設けられている前述のような制限を撤廃することが可能となり、証券化関連商品の発行・流通を円滑ならしめるような施策とあいまって、自由な創意工夫による証券化関連商品の開発が促され、全体として我が国資本市場の厚みと効率性が高まるとともに、国際的な資本取引を一層促進するための環境整備が図られることになろう。

(2) 新たな有価証券概念についての基本的考え方

イ. 証券取引法の目的には、投資者保護が掲げられている。投資者の拠出した資金をもとに資金の拠出者以外の第三者が事業の経営や資産の運用を行う場合には、投資者は事業等の内容を直接把握することが困難であるので、適切な投資判断を行うための情報を入手できるようにすることが必要である。こうしたことを踏まえると、証券取引法における有価証券概念の内容としては、

- ① 複数の者が資金を拠出し、
 - ② その拠出した資金をもとに資金の拠出者以外の第三者が事業の経営又は資産の運用を行い、
 - ③ 当該資金の拠出者はその事業の経営又は資産の運用の果実としての利益の分配を受けること、
- を基本とすることが適当である。

ロ. 証券取引法は、有価証券の流通を円滑ならしめることをその目的の1つとしている。この観点からは、証券取引法の対象とする有価証券は、程度の差はあれ、流通の可能性があるものとするのが適切である。

ハ、以上により、新たな有価証券概念には、現行の証券取引法上有価証券として列挙されているものと同程度の流通性を有するもの（例えば、CP、海外CP、CARDS）はもとより、事実上流通性を有するもの（例えば、CD、住宅ローン債権信託）も含まれることになる。

(3) 有価証券の定義の仕方

イ、新たな有価証券概念についての基本的な考え方は以上のとおりであるが、有価証券の定義は、有価証券が証券取引法における基本的な概念であることを考えると、できる限り明確に示す必要がある。この観点から、有価証券を定義にするに当たっては、株券、社債券等現行の証券取引法上列挙されているものに加え、例えば、CP、CD、信託の分割された受益権証書で流通可能なもの（この仕組みを用いた商品として、例えば、住宅ローン債権信託の受益権証書がある。）のように既に存在する証券化関連商品についても、できる限り具体的に列挙すべきである。

ロ、さらに、今後多種多様な証券化関連商品が出現してくることが予想されることから、個別列挙には限界があり、投資者保護の観点からは、上記に加え、これらのものを包摂しうる包括条項を設けることが必要である。

その内容としては、例えば、次のようなものが考えられる。

『有価証券とは、次に掲げる要件のいずれにも該当する契約又は仕組み（以下、「契約等」という。）に基づく当事者の一方（以下、「投資者」という。）の地位又は権利を表章する証券又は証書である。

- ① 投資者が資金を拠出し、資金の受領者（以下、「管理運用者」という。）が当該資金をもとに事業の経営又は資産の運用を行うこと。
- ② 拠出された資金が、他の投資者により拠出された資金とともに、管理運用者により、一括して管理又は運用されること。
- ③ 投資者は、当該契約等に基づき、管理運用者から資金の管理又は運用に伴う果実の分配を受けられることができること。
- ④ 当該契約等に基づく投資者の地位又は権利が譲渡可能であること。』

なお、具体的に規定するに当たっては、新たな有価証券概念についての前述のような基本的考え方に沿って、法技術的に規定の仕方を考えていく必要がある。

(4) 証券取引法の適用除外

有価証券について総合的、統一的に投資者保護を図る観点からは、証券化関連商品についても、できるだけ証券取引法による投資者保護の枠組みが活用されることが望ましい。だが、他の法令において証券取引法と同様又は類似のディスクロージャー及び取引の公正確保が行われ実質的に同等の投資者保護が図られているようなもの、あるいは、投資者保護上問題がないと考えられるようなものについては、証券取引法による投資者保護の枠組みの全部又は一部の適

用を除外することができるようにしておくことが適当である。

2. 取引の公正確保

- イ. 現行の証券取引法では、株券、社債券等について、不公正取引に関する規定が設けられている。証券化関連商品が有価証券とされることにより、現行の証券取引法における不公正取引に関する規定が適用され、取引の公正確保が図られることは、投資者保護に資すると考えられる。
- ロ. 今後出現すると考えられる多種多様な証券化関連商品の中で、特に資産金融型証券（注）については、銀行が自己の債権を証券化し、投資者に直接販売する事例のように、そのオリジネーター又は管理運用者自身が販売する（直接販売行為）場合も増えてくると予想される。

（注）資産金融型証券には、資産の流動化により資金調達を行うことを目的とする資産担保証券と投資者から集めた資金をプールして資産に運用する投資信託類似の証券がある。これらの資産金融型証券は、実質的にその証券を仕組み資金を取得する者（オリジネーター）と投資資産の管理運用を行う者（管理運用者）とが別々に存在するという特色を有している。

有価証券の直接販売行為に対しては、現在でも、証券取引法第58条の不公正取引行為の一般的な禁止規定が適用される。だが、取引の公正を確保し投資者保護を図る観点から、直接販売行為の場合にも、証券会社が仲介する場合と同様、例えば、当該証券の価格変動について断定的判断を提供して勧誘したり、顧客に対して当該証券について生じた損失の全部又は一部を負担することや特別の利益を提供することを約して勧誘したりすることなどがなないように、証券取引法や関連法令の規定を整備する必要がある。

3. 仕組み行為等への対応

- イ. 証券化関連商品、特に資産金融型証券の中には投資資産の管理運用が管理者の大幅な裁量に委ねられているもの（例えば、海外の先物ファンド）や資産の証券化の過程が複雑なもの（例えば、弁済順位の異なる複数の証券が発行されるカードローン債権信託）等がある。このような仕組み行為、管理運用行為は、一般的に、投資者にとってその内容の把握が困難であるので、適切な対応がなされるべきである。
- ロ. これらの仕組み商品を、前述のような有価証券の概念に含め、これらに証券取引法の諸規定を適用することにすれば、ディスクロージャー制度、取引の公正確保、仲介業者規制といった投資者保護の一般的枠組みが適用され、かなりの程度投資者保護が図られることとなるものと考えられる。
- ハ. また、今後、これらの仕組み商品の開発が進み、我が国市場で普及していく過程において、上記のような証券取引法の枠組みに加えて、更に投資者保護のための措置を講ずることが必要になることも予想される。このような場合には、その証券の態様に応じて、信託関連法規等既存の他の法律をできる限り活用することにより対応することが適当である。

なお、このような観点から、証券投資信託の運用・投資対象を拡大し、同時に、信託形態以

外の投資形態も証券投資信託法の対象に含めるといった措置を講ずること等により、投資信託類似の仕組み商品について投資者保護を図っていくことが適当と考えられ、関係制度の改正について、別途、検討が行われることが必要である。また、その際には、諸外国における規制とのバランス等を考慮し、信託約款の在り方等証券投資信託に係る規制の緩和について検討することが適当である。

有価証券の定義の見直しに伴うディスクロージャー制度の整備、市場仲介者の問題については、それぞれ第2章、第3章において後述する。

第2章 公募概念の見直し・私募についての法整備及びディスクロージャー制度の整備

1. 公募概念の見直し及びディスクロージャー制度の整備

(1) 公募概念の見直し及びディスクロージャー制度の整備の必要性

イ. 有価証券の発行等に際し、広く一般の投資者にこれを販売する場合には、投資者が適切な投資判断を行うために必要な情報が開示されなければならない。我が国の現行の証券取引法においては、「不特定且つ多数」の者に対し、「均一の条件」で有価証券の取得等の勧誘を行うことを募集、売出し（以下「公募」という。）とし、これに開示の義務を課しているが、現在の公募の概念については、その内容が明確でないこと等の問題があり、見直す必要が生じてきている。

ロ. 即ち、「不特定且つ多数」の概念については、どのような場合にこれに該当するかは法令上必ずしも明確ではない。現在は、通達により、50名程度以上となるか否かが基準とされている。しかし、違反に対し罰則の適用があることを考えれば、こうした基準を法令上明確にすることが適当であると考えられる。また、現在、勧誘対象者の属性がどのようなものであっても、勧誘対象者の数が50名程度以上の場合には公募に該当するとされている。だが、情報の開示を通じて投資者保護を図るというディスクロージャー制度の趣旨に照らせば、勧誘対象者が詳細なディスクロージャーによる保護を必要とする者ではない場合には、こうした人数基準を一律に適用することは必ずしも適当ではないと考えられる。

「均一の条件」については、販売価格等の条件を小刻みに変更して販売していけば、短期間のうちに不特定且つ多数の者に販売しても、公募に該当しないこととなり、開示義務が回避できるという問題がある。

これらを踏まえると、現行の公募の概念については、見直しを行う必要がある。

ハ. また、証券取引法上、新たな有価証券概念を採用し、証券化関連商品について証券取引法の規定を適用する場合、現行のディスクロージャー制度をどのように適用していくかという問題がある。同制度は、企業内容の開示に重点を置いて組み立てられているため、資産金融型証券のディスクロージャーを適切に行おうとする場合には、開示内容、開示形式等につい

て、資産金融型証券の実態に即して考える必要がある。

ニ、さらに、企業の資金調達形態の多様化、我が国資本市場の国際化等に的確に対応し、ディスクロージャー制度を通じた投資者保護の一層の徹底を図るため、ディスクロージャー制度の見直しを検討する必要がある。

(2) 見直しの内容

こうした観点から、ディスクロージャー制度の全般的見直しについて専門的・技術的な観点から検討を行うため、当研究会は、平成2年10月、ディスクロージャー小委員会（河本一郎小委員長）を設置した。同小委員会は、同年10月より9回にわたり審議を行い、その審議結果は、「ディスクロージャー小委員会報告ーディスクロージャー制度の見直しについてー」として、平成3年4月、当研究会に報告された。

同報告は次のように提言している。

① 公募概念の見直し

現行の証券取引法は、不特定且つ多数の者に対し均一の条件で有価証券の取得等の勧誘を行う場合を公募とし、ディスクロージャーを課しているが、これを以下のように見直すことが適当である。

a. 「不特定且つ多数」概念の明確化

イ、50名未満の者に対して行われる勧誘については、ディスクロージャーを免除することとし、かかる人数基準については、一定の期間（例えば6か月）をとってこれを適用する。

ロ、勧誘対象者の属性に配慮し、一定の機関投資家のみに対して行われる勧誘については、勧誘対象者が50名以上となっても、ディスクロージャーを免除する。

ハ、ディスクロージャーの免除を受けて発行される証券が転売され、不特定且つ多数の者に所有されることとなる場合には、ディスクロージャー制度の趣旨が守られないこととなるため、これらの証券の転売の規制に関する規定を設ける。

ニ、同種の証券が上場されている証券等（転換権・引受権等の行使により得られる証券がこうしたものに該当する場合を含む。）については、公募に係る開示義務を回避して発行が行われた場合の転売規制の実効性を確保し難いことから、このような証券の発行については、全て公募の手続きによることとする。

ホ、ディスクロージャーの免除を受けて発行される証券についても、請求がある場合には、一定の情報提供を義務付けることとする。

b. 「均一の条件」の見直し

「均一の条件」は撤廃する。ただし、この場合において、証券会社が日常的に行う既発行証券の取得等の勧誘について、証券取引所に取次ぐこととなるような場合を開

示対象から除くなど、証券の円滑な流通を確保しつつ、必要な場合にはディスクロージャーが行われる措置を講じていくことが適当である。

c. その他

現行の継続開示基準に加え、証券の所有者数が一定数（例えば、同種の証券について500人）以上となったときは、継続開示義務を課すこととする。

② 新たな有価証券概念の採用に伴うディスクロージャー制度の整備

イ. 適用除外証券は、証券取引法上のディスクロージャー制度と同様又は類似の情報提供が別途行われ、実質的に同等の投資者保護が図られているようなもの、あるいは、投資者保護上問題がないと考えられるようなものとする。また、短期の証券については、発行開示における記載内容等の簡素化又は開示の免除を行うことができるようにする。

ロ. 証券化関連商品のディスクロージャーについては、現行制度の枠組みを可能な限り活用することとするが、資産金融型証券の特色等から、次のような点について配慮する必要がある。

(イ) 資産金融型証券については、証券の仕組み、証券所有者の法的権利、運用対象資産の内容のほか、実質的にその証券を仕組み資金を取得するオリジネーターや資産の管理運用に関わる者に関する情報等を、投資者に理解しやすい形で開示させることとする。また、証券によっては、継続開示の簡素化、免除等を行う。

(ロ) 資産金融型証券の開示主体としての発行者については、オリジネーター、資産の管理運用者等が考えられる。投資者保護の観点からは、開示に伴う責任を負う者を証券取引法上の発行者としてとらえていくことが適当である。

2. 私募についての法整備

(1) 私募の役割及び在り方

イ. 現行の証券取引法においては、有価証券の発行に際し、不特定且つ多数の者に対し、均一の条件で、有価証券の取得の申込みを勧誘する行為を募集とし、これについて、ディスクロージャー制度や取引の公正確保等の投資者保護の措置が適用されている。これに対し、募集に該当しない勧誘行為（以下「私募」という。）は、証券取引法上明確な位置付けがなされていない。

ロ. 金融の自由化等に伴い、個人の資産選択においても、投資信託、保険会社等機関投資家を通じて資本市場に参加する傾向が強まり、いわゆる機関化現象が進展しつつある。国際的にも機関投資家を対象とする市場へのニーズが急速に高まっており、近年、海外において、公募の手続きによらない私募による証券の発行のための環境整備が進められている。

ハ. また、金融の自由化、証券化等の進展に伴い、我が国企業は、海外において、公募、私募により多種多様な証券を発行し、資金調達を図っている。しかもこれらの証券のかなりの部

分が我が国の投資者によって購入されている。こうした傾向を踏まえれば、我が国の発行者、投資者が、国内市場において、そのニーズに応じ、資金調達、資産運用を一層自由に行えるようにするとともに、海外の発行者等が我が国資本市場を一層活用できるよう、私募についても環境の整備が必要となってきた。

ニ。さらに、中堅・中小企業の資金調達形態の多様化という観点からは、公募市場を利用することの困難なこれらの企業の資金調達の方法として、私募の利用が必要となってきた。

ホ。このような機関投資家の発達、資本市場の国際化の進展等を踏まえ、私募についての法整備を進め、公募と私募とがあいまって、我が国資本市場の機能を全体として高めていくことが必要である。

ヘ。もとより、公募市場の有する価格形成機能や資金配分機能を考えると、資本市場の望ましい姿は、投資者が広く参加できる公募市場が中心となっていることである。私募についての法整備が、結果として、公募市場の機能及びその発展に悪影響を与え、資本市場全体の機能が損なわれることのないようにする必要がある。

(2) 私募についての法整備

機関投資家の発達等を踏まえれば、私募による証券の発行が増えていくと考えられる。それ故、私募についても、証券取引法上に位置付けることにより、同法上の投資者保護の枠組みを活用する必要がある。

① 私募の定義

私募の定義としては、例えば、「新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘であって、有価証券の募集に該当しないもの」とすることが考えられる。

② 私募により発行された証券の流通性

イ。私募により発行される証券については、短期間の内に転売され実質的に不特定且つ多数の者に保有されることを防止するという観点から、例えば、対象証券に譲渡制限が付されていること、取得者が譲渡制限に服することを条件として証券の取得等の勧誘が行われることといった、一定の制約を設けることが必要である。

ロ。前述のように、資本市場の中心をなすものは、投資者が広く参加する公募市場であり、その発展が阻害されるようなことがあってはならない。私募はディスクロージャーの手続きが免除され、この面からコストや手続きの負担が軽減される。私募についての法整備に際しては、少なくとも発行後一定期間は、私募により発行された証券の転売を制限することが適当である。

③ 私募における取引の公正確保

私募の場合であっても、投資者保護の観点から取引の公正を確保していく必要がある。例えば、損失補填を約して勧誘する行為を禁止するなど、公募の場合と同様に、証券取引法の

不公正取引に関する規定を適用していく必要がある。

(3) 公募市場の整備，機能の活性化

イ．私募についての法整備に当っては，私募が公募市場の有する価格形成機能や資金配分機能を損わないよう配慮する必要がある。特に，最近においては，私募債の発行が活況を呈しているのに対し，公募市場は，当研究会第2部会報告で指摘されている諸規制・諸慣行が存在することもあり，十分に機能していない。こうした現状を考えると，私募についての法整備に当っては，このような諸規制・諸慣行の見直し・撤廃を行い，公募市場の機能の活性化を図ることが重要である。

ロ．このため，公募市場における諸規制・諸慣行について，次のような見直し・撤廃を行う必要がある。

(イ) 社債法の改正については，法制審議会商法部会社債法小委員会において審議が行われているところであるが，社債発行限度の撤廃を図るとともに，受託制度の改善として，受託会社の権限の明確化等を実現する。

(ロ) 適債基準については，できる限り速やかに撤廃するとともに，財務制限条項についても，引き続き弾力化を図る。

(ハ) 公募市場の機能の拡充を図る上で，格付の一層の活用を図る。

(ニ) 発行に係る諸手数料については，自由化・弾力化を図ることにより，国際的に見ても適切な水準への引下げを実現する。

(ホ) 商品の多様化については，商品性の制約をできる限り速やかに撤廃し，発行者，投資者のニーズに応じた自由な商品開発の促進を図る。

ハ．公募市場における諸規制・諸慣行の見直しのほか，当研究会第2部会報告で指摘されている三局指導その他の諸規制・諸慣行についても，今後，その見直し・撤廃を行っていく必要がある。

私募の仲介者については，第3章において後述する。

第3章 市場仲介者についての検討

資本市場における仲介業である証券業は，国民経済的にも，社会的にも極めて公共性の高い事業であるとの認識の下に，昭和43年以降，免許制がとられており，今後とも免許制の維持を基本とすべきである。有価証券の定義を見直し，私募についての法整備を行うに際しては，その市場仲介者について検討を行う必要がある。また，免許制がとられているからといって，新たな参入が想定されていないわけではない。資本市場の効率性の向上，健全な発展という観点から，一般的な新規参入についても検討を行う必要がある。

1. 有価証券の定義の見直し及び私募についての法整備に伴う市場仲介者についての検討

(1) 一定の証券化関連商品に係る限定免許等

イ. 証券取引法は、証券会社に対し、証券業以外の業務を営むことを原則として禁止している。

しかしながら、今後多種多様な証券化関連商品の出現が予想される中であって、証券化関連商品の種類によっては、例外的に、証券業務以外の業務を営む者に対し、本体での市場仲介を認めることが適当な場合も生じてくると考えられる。このような場合、証券会社に対して課している兼業制限等を緩和することが必要となろう。

したがって、一定の証券化関連商品については、投資者保護の観点を踏まえつつ、兼業制限等を緩和した限定免許制を導入することが適当である。

ロ. また、従来銀行がCP、CD等の短期の証券を用いて行ってきた金融取引については、有価証券の定義の見直しによりこれらの証券が証券取引法上の有価証券とされた後においても、その取引の性格等を考慮し、証券取引制度全体の整合性に配慮しつつ、銀行が引き続き行うことができるようにすることが適当である。

(2) 私募の仲介者

イ. 証券取引法上私募を有価証券の募集に該当しない勧誘行為とする場合、このような行為の取扱いを営業として行うことは、有価証券の仲介業務であるという性格に鑑み、それを証券取引法上の証券業務とすることが適当である。

ロ. 私募業務は、特定の者と相対で行うか、又は専門知識のある機関投資家を対象に行う業務であり、利益相反等の弊害が比較的生じにくいと考えられる。さらに、私募債については、融資の変形であるという面もあり、これまで銀行等がその発行に関与してきたことも踏まえると、銀行等が私募業務を行うことができるようにすることが適当である。なお、現在の私募債の発行については、手数料等について問題が指摘されているので、私募の現状を見直していく必要がある。

2. 一般的な新規参入について

(1) 新規参入の必要性

イ. 証券業については免許制がとられているが、資本市場の効率性の向上、健全な発展という観点から必要とされる場合には、参入者に免許を付与していくことが適当である。

この場合、資本市場への新規参入は、その時々金融・資本市場の下において、発行者、投資者のニーズに対応した多種多様な商品開発等を含む有効で適正な競争を促すものでなければならない。

ロ. 以上の考え方を踏まえ、資本市場の現状に鑑みると、新規参入の必要性は、次のようにまとめることができる。

① 発行市場

- (イ) 発行市場においては、大手証券会社間では競争が行われてはいるものの、引受高に占める大手証券会社のシェアは依然高水準にある。また、大手以外の証券会社の主幹事実績は少なく、主幹事が大手証券会社から大手以外の証券会社に移動した例も限られている。
- (ロ) 海外市場においては、多様化かつ高度化している発行者や投資者のニーズに対応して様々な金融商品の開発が行われている。我が国市場においても、発行者、投資者のニーズの多様化、高度化は進んでいる。こうしたニーズに適切に対応していくため、多様な市場仲介者の創意工夫が求められている。
- (ハ) このような状況を考慮すると、発行市場においては、発行手続きの簡素化、引受方式の見直し、既存証券会社の機能の充実等発行市場の改善が図られるとともに、有効で適正な競争の促進という観点から、新規参入の途を開くことが必要と考える。

② 流通市場

- (イ) 流通市場については、金融資産の蓄積や顧客のニーズの多様化に対応した先物・オプション市場の整備が進められるとともに、株式、転換社債、株価指数先物・オプション取引の売買高に占める大手証券会社のシェアはいずれも漸減傾向にある。
 - (ロ) 流通市場においては、今後とも価格形成の透明性・公正性を確保し、公正な市場の実現に努めていく必要があるが、有効で適正な競争を促進する方策としての新規参入の必要は、このような市場の現状から見て発行市場に比して小さいと考える。
- ハ. 以上の点を踏まえると、有効で適正な競争を促進するという観点から、当面、発行市場を中心に新規参入を図ることが適当である。

(2) 新規参入者の適格性

- イ. 新規参入者は、言うまでもなく、資本市場の健全な発展に資するものでなければならない。このためには、証券会社としての経営の独立性、健全性が保持できない者、利益相反等の弊害を有効に防止できない者は、新規参入者として問題がある。

このような観点から、証券業務以外の業務を営む者が、本体で広く証券業務を営むことはできない。さらに、証券業務以外の業務を営む者が、別法人の形態で資本市場に参入する場合には、後述するように、資本市場に弊害を持ち込むことのないよう十分な措置を講ずる必要がある。

- ロ. 新規参入者の適格性については、その者が資本市場の健全な発展に資する者であるかどうかにより判断すべきであり、適格性を備えた者については、幅広く参入の可能性を考慮すべきものと考えられるが、銀行による証券業務への参入については、免許業種としての銀行の在り方についても配慮する必要がある。なお、銀行による証券業務への参入の問題について

は後述する。

ハ、弊害の防止という観点からは、持株会社方式を利用することが効果的であると考えられるが、我が国の場合、独占禁止法により持株会社が全面的に禁止されている。また、同様の観点から子会社方式によろうとする場合には、銀行については、独占禁止法により持株保有の制限があるという問題に留意する必要がある。

(3) 新規参入に伴う問題への対応

① 弊害防止措置

イ、資本市場の健全な発展を図るという観点から別法人の形態で新規参入が行われる場合、それに伴い市場機能が歪められるということがあってはならない。したがって、(a)市場仲介者としての経営の独立性、健全性の確保、(b)利益相反の防止、(c)市場仲介者間の公正な競争の確保、のために実効性ある措置を講ずる必要がある。

ロ、新規参入が別法人の形態で行われる場合、次のような事柄に関し、所要の規制を行い、新規参入に伴う弊害を防止することが必要である。なお、銀行による参入の場合に特有な弊害の防止措置については後述する。

(イ) 主として新規参入者の経営の独立性、健全性を確保する観点から、

- (a) 親会社のリスクが証券子会社に及ぶこと
- (b) 証券子会社の経営が特定の者との取引に過度に依存すること

(ロ) 主として利益相反を防止する観点から、

- (a) 経営不振に陥った企業への親会社の債権の回収に充てるために当該企業が発行する証券を、証券子会社が引き受け、販売すること
- (b) 親会社が発行する証券を証券子会社が引き受けること

(ハ) 主として市場仲介者間の公正な競争を確保するという観点から、

- (a) 証券子会社の業務を支援するため親会社が証券子会社の取引の相手方に特に有利な条件で取引すること等、親会社が発行会社、投資者に直接の影響力を行使すること
- (b) 証券子会社の親会社が資金の貸付けを行う者である場合には、証券子会社からの証券の購入を条件として、親会社から顧客に信用を供与すること

(ニ) その他の措置として、

- (a) 証券子会社と親会社との間で、証券子会社に有利な条件で取引を行うこと
- (b) 証券子会社が引き受けた証券を、引受後一定期間内において親会社が購入すること
- (c) 発行会社、投資者等に関する非公開情報を親会社から証券子会社に伝達すること
- (d) 取締役等を兼任し、あるいは、店舗を共用すること

ハ、新規参入に伴う弊害の内容、程度は、新規参入者の親会社の業務内容により異なると考えられる。したがって、弊害防止のための措置の具体的な内容を検討するに際しては、新

規参入者の親会社の業務内容を十分に踏まえる必要がある。

ニ．以上の弊害防止のための措置は、資本市場の健全な発展のために必要なものである。それ故、その実効性を確保するために、これらの措置は法令上の根拠を有していることが不可欠である。ただし、その具体的な内容については、資本市場を巡る環境変化等に適切に対応できるようにしておくことが適当である。

ホ．なお、既存のいわゆる系列証券会社についても、実態を踏まえ、必要に応じ、弊害防止のための措置を講ずべきである。

ヘ．保険会社より証券業務への参入の要望が出されているが、これについては、保険会社が機関資家として大きな地位を有していること等を踏まえ、対応する必要がある。

② 参入の分野・テンポ

新規参入については、我が国の資本市場が全体としてみれば広く個人投資家が参加する市場であり、また、免許制がとられている趣旨を考えると、経営の効率化を図るなど適正な業務運用に努めている証券会社の経営が立ち行かなくなり市場機能の安定性が損なわれることのないよう、留意する必要がある。

こうした観点から、参入の分野・テンポについては、漸進的段階的に考える必要があり、行政当局において、このような点に留意しつつ、適切に対応すべきである。

(4) 銀行による証券業務への参入について

イ．銀行による証券業務への参入については、銀行がその本体で広く証券業務を行うことが適当でないことは、既に述べたとおりである。

また銀行が子会社の形で参入することには、独占禁止法上の制約があることは前述したとおりであり、今後、別途、関係行政当局において、所要の検討が行われる必要がある。

ロ．銀行による証券業務への参入を具体的に検討するに当たっては、当研究会第2部会報告にもあるように、証券取引法第65条の基礎にある基本的な考え方（利益相反の防止、市場支配・企業に対する影響力の防止、銀行の健全性の確保等）は今日でも重要な意義をもつものであることに、十分留意する必要がある。

我が国においては、銀行が一般的には企業に対し影響力を及ぼしうる特別な地位を有していることに鑑み、銀行が影響力を行使し、市場に悪影響を与えることを防ぐ観点から、例えば、親銀行がその影響力を及ぼすことができるような企業が発行する証券を、証券子会社が引き受けることを規制する必要がある。

新規参入に伴う弊害の内容、程度は、親銀行の業務の実情により異なることもあると考えられるので、弊害防止のための措置の具体的な内容を検討するに際しては、この点についても勘案する必要がある。

また、既存のいわゆる系列証券会社についても、実態を踏まえ、必要に応じ、弊害防止の

ための措置を講ずべきである。

さらに、銀行の健全性を確保するための措置については、別途、所要の措置が講じられる必要がある。

ハ、銀行による証券業務への参入の分野、テンポについては、銀行の本来業務との関係、各金融業態の実情、各証券の市場の状況等を勘案するとともに、一時期の過度の参入によって市場に混乱をもたらすことのないよう、十分配慮する必要がある。

なお、特に、銀行による株式のブローカー業務への参入については、銀行が歴史的に株式の売買業務を行ってこなかったという経緯、銀行自身による大量の株式保有とブローカー業務の適切な執行との関係及び中小証券会社の経営の主軸の業務であるという事情を十分考慮し、例えば法律により、当分の間は認めないこととする措置を講ずることが適当である。

ニ、銀行による証券業務への参入に関しては、銀行法その他の業法、証券取引法第65条等につき、どのような手当てが必要かという問題があるので、関係行政当局において所要の検討が行われることが必要である。

3. 証券会社の業務の充実

イ、金融の自由化、国際化、証券化の進展等を踏まえれば、証券会社は、市場利用者のニーズに応じその業務を一層充実させなければならない。したがって、業務に必要となる証券会社による信託業務、銀行業務への参入及び証券会社の外為業務の取扱いについては、金融制度調査会等における検討をも踏まえ、適切な対応がなされることを期待する。

ロ、また、証券会社による信託業務、銀行業務への参入が行われる場合の資本市場における弊害防止のための措置についても、適切に対応すべきである。

おわりに

当研究会は、証券取引制度等の諸問題について検討を行い、その結果を以上のとおりまとめたとところである。

当研究会としては、この報告をまとめるに当たり、以下の諸点について、関係者において適切な措置がとられることを期待するものである。

- ① この報告で指摘している証券取引に係る基本的な制度見直しのために必要な証券取引法等の改正については、行政当局において、速やかに作業に着手すること。
- ② 発行市場を中心とした当面の新規参入については、行政当局において、市場の効率性の向上、健全かつ安定的な発展という見地に立ち、有効で適正な競争の促進に資するよう十分配慮すること。なお、銀行による証券業務への参入については、独占禁止法をはじめ、検討を要する法制上の問題があり、これらについて、関係行政当局において、所要の検討を行うこと。
- ③ 証券業務の多様化、国際化に伴って必要となる証券会社による信託業務、銀行業務への参入

及び証券会社の外為業務の取扱いについては、金融制度調査会等における検討をも踏まえ、行政当局において、適切に対応すること。

- ④ 社債発行限度額の撤廃、受託制度の改善、資本市場における諸規制・諸慣行については、その見直し・撤廃を進めることとし、できるものから早期に実施を図ること。

証券取引審議会基本問題研究会名簿

	氏名	現職
座長	蠟山昌一	大阪大学教授
委員	岩佐瑞夫	東京電力(株)取締役副社長
	河本一郎	神戸大学名誉教授
	神田秀樹	東京大学助教授
	五代利矢子	経済評論家
	小林茂	三菱信託銀行(株)常務取締役
	小山敬次郎	経済団体連合会常務理事
	坂野常和	日本化薬(株)取締役会長
	佐藤光夫	東京証券取引所副理事長
	関要	日本証券業協会専務理事
	千田純一	名古屋大学教授
	高田通夫	(株)読売新聞社論説委員
	竹居照芳	(株)日本経済新聞社論説委員
	館龍一郎	東京大学名誉教授
	谷村裕	資本市場振興財団理事長
	丹治誠	日本銀行理事
	土屋陽一	三洋証券(株)取締役社長
	徳田博美	(株)野村総合研究会所理事長
	西村正雄	(株)日本興業銀行常務取締役
	長谷川正名	証券団体協議会常任委員長
	廣井欽哉	第一生命保険(株)取締役副社長
	堀内昭義	東京大学教授
	宮内康夫	(株)日立製作所常勤監査役

宮部義一	三菱化成(株)取締役副社長
森本滋	京都大学教授
幸真佐男	日興証券(株)取締役副社長
渡辺豊樹	証券保管振替機構理事長
渡辺靖國	丸國証券(株)取締役社長
渡辺泰行	(株)太陽神戸三井銀行専務取締役

*

*

*