

## 証券取引審議会「証券市場における適正な競争の促進等について」の報告書について

証券取引審議会・平4. 1. 28

証券取引審議会では、去る1月28日開催の総会において、同審議会報告書「証券市場における適正な競争の促進等について」を取りまとめるとともに、去る1月20日に同審議会不公正取引特別部会が取りまとめた「相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について」と題する中間報告書を了承した。

同審議会では、昨年10月以降、今回の一連の証券不祥事を契機に、我が国証券市場の在り方、証券行政の在り方等について、昨年9月の臨時行政改革推進審議会答申等において、新規参入の促進、委託手数料の自由化による競争の一層の促進等を図ることが必要であるとの指摘が行われたことを踏まえ、一連の問題の再発を防止するとともに、投資者の信頼を回復し証券市場の健全な発展を図っていく見地から、①免許基準の具体化・明確化、②株式等委託手数料の自由化等についての検討を進め、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、今回の一連の問題の再発防止等について検討するに至った背景について述べた後、第2章において、不適格者を排除し、市場の健全性を確保する観点から、免許制を維持することが適当であるとし、その運用に際しては、免許基準の具体化・明確化を図り、積極的に証券業務への新規参入の実現を図ることが必要であるとしている。また、投資信託委託業務の免許運用基準の見直しについても触れ、投資信託委託会社の設立母体となる外国業者に求めている要件を緩和し、国内からの新規参入については、証券会社等に加え投資一任会社を新たに設立母体として認めていくことが適当であるとしている。

第3章においては、株式等委託手数料自由化についての検討が行われ、流通市場における適正な競争を促進する見地から、あるいは米英等において既に自由化が実施されており、我が国証券市場が国際的な市場として発展していくためにも、委託手数料の固定制について見直しを行うことは避けて通れないとしている。その自由化の進め方については、比較的問題が少ないと思われる大口取引に係る手数料について自由化を図り、大口取引の水準、実施時期等その具体的な実施に係る細目については、作業部会を設けて検討を行うことが適当であるとしている。

最後に、第4章において、通達等の見直し、自主規制機関の機能強化等について検討を行っている。

また、同審議会不公正取引特別部会中間報告書では、第一に、相場操縦的行為禁止規定（証券取

引法125条2項1号)の運用についての考え方を整理し、行政当局等において同規定を今後積極的に活用していくことが望まれるとしている。

次に、行き過ぎた大量推奨販売行為の規制の見直しについて検討し、同行為については証券取引法50条の禁止行為とするよう規定の整備を行うことが適当と考えるとしている。

同報告書等の全文は、それぞれ次のとおりである。

---

○ ○

## 証券市場における適正な競争の促進等について

### 目 次

#### 第1章 検討の背景

#### 第2章 免許基準の具体化・明確化

##### I. 証券業の免許基準の具体化・明確化

1. 免許基準の具体化・明確化の必要性
2. 新規参入の在り方
3. 基準の具体化・明確化に当たっての基本的考え方
4. 免許基準の具体化・明確化の方向
  - (1) 収支条項(法第31条第1号)について
  - (2) 適格性条項(法第31条第2号)について
  - (3) 経済条項(法第31条第3号)について
5. 審査手続の透明性確保
6. 行政当局の運用の在り方

##### II. 投資信託委託業務の免許運用基準の見直し

1. 基本的考え方
2. 現行運用基準の見直しの具体的方向

#### 第3章 株式等委託手数料の自由化

1. 競争の促進と委託手数料の自由化
2. 自由化の影響
  - (1) 自由化に伴う委託手数料水準の動向
  - (2) 投資者への影響

- (3) 市場への影響
    - イ) 価格形成等に与える影響
    - ロ) 市場の流動性に与える影響
    - ハ) 市場の分裂
  - (4) 証券会社への影響
    - イ) 収支への影響
    - ロ) 業務展開の在り方
    - ハ) 証券会社経営の健全性確保及び投資者の保護
3. 自由化の進め方

#### 第4章 その他

- 1. 通達等の見直し
- 2. 自主規制機関の機能強化等

~~~~~

#### 第1章 検討の背景

1. 今般、証券市場を巡り、損失補てん、暴力団との不適切な取引、特定株の過剰な投資勧誘という一連の問題が明らかになったが、これを契機に証券行政の在り方につき次のような指摘がなされている。

すなわち、我が国証券市場は、近年急速に拡大・発展してきたが、行政の姿勢が従来の業者の保護・育成から必ずしも十分な転換がなされておらず、そのため証券業者側においてもややもすれば行政に依存する体質があったのではないか。その結果、証券市場における適正な競争が必ずしも十分に行われず、今回の一連の問題により、市場の価格形成が歪められる等、証券市場の健全性、透明性に対する投資者の信頼が損なわれることとなったとの指摘である。

昨年9月の臨時行政改革推進審議会答申（「証券・金融の不正取引の基本的是正策に関する答申」）においても、上記のような観点から、新規参入の促進、委託手数料の自由化による競争の一層の促進等を図ることが必要であるとの指摘がなされている。

2. 証券市場は、企業の資金調達、国民の資産の運用等の面で、国民経済の発展に極めて重要な役割を果たしており、その健全な発展を図っていくことが証券行政にとって何よりも重要な課題である。

このような観点から、我が国においては、証券業の免許制に基づく予防的監督行政と、これ

と並んで株式等の委託手数料について固定手数料制をとること等により、証券会社経営の健全性を確保し、投資者の保護、証券市場の健全な発展を図ってきたところである。その結果、我が国証券市場は、世界有数の市場に拡大・発展してきた。また、最近においては、このような市場の拡大、変化等に対応して、各般の措置（内部者取引規制、5%ルール導入等）が講ぜられるとともに、金融の自由化、国際化、証券化等に対応して、基本的制度の在り方をも含めた所要の措置についても検討が行われてきたところである。

しかしながら、今回の一連の問題を契機に、我が国証券市場の在り方、証券行政の在り方等についての前述のような指摘がなされている点を考慮すれば、我が国証券市場の飛躍的な拡大、市場の環境変化等に的確に対応して、これまでの行政の姿勢、業界の体質及びそれに伴う競争制限的な制度、慣行等について見直しを行うことが強く求められていると認識せざるを得ない。このような状況を踏まえ、当審議会は、今回の一連の問題の再発を防止するとともに、投資者の信頼を回復し証券市場の健全な発展を図っていく見地から、証券業務への新規参入の基準、委託手数料の在り方等について見直しを行い、証券市場に一層の競争原理の導入を図ることが必要と考える。

また、証券市場における公正な価格形成の確保が重要であることに鑑み、当審議会不公正取引特別部会において相場操縦的行為禁止規定等の在り方について検討が進められているところである。

## 第2章 免許基準の具体化・明確化

### I. 証券業の免許基準の具体化・明確化

#### 1. 免許基準の具体化・明確化の必要性

(1) 我が国の証券業については、昭和43年以降免許制がとられている。しかしながら、免許制の下でも新規参入が想定されていないわけではなく、昨年6月の当審議会報告書（「証券取引に係る基本的制度の在り方について」）においても、免許制の維持を基本としつつ、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とされている。

また、昨年9月の行革審答申においては、免許基準の具体化・明確化と審査の透明性向上を通じ、競争促進に資する新規参入の実現を図る必要があること及び中長期的には免許制の是非についても検討を行う必要があることが指摘されている。

(2) 証券業は、証券市場における仲介者として重要な地位を占めており、また、投資者保護に万全を期するためには、社会的、経済的に見て高い信用を有する者がこれを営むことが必要である。この意味で、証券業は公共性の高い事業である。

(3) このような証券業の性格に鑑みれば、当審議会としては、基本的には、不適格者を排除

し、市場の健全性を確保する観点から、免許制を維持することが適当であると考え。しかしながら、証券市場の現状等を考慮すると、証券市場における有効かつ適正な競争を一層推進することが重要であり、免許制の運用に際しては、免許基準の具体化・明確化を図り、もって積極的に証券業務への新規参入の実現を図ることが必要であると考え。

## 2. 新規参入の在り方

(1) 新規参入の在り方について、昨年6月の当審議会報告書においては、

- イ) 一般的な新規参入については、別法人の形態で、かつ実効性ある弊害防止措置が講じられることを前提として、適格性を有する者には幅広く参入を認めることが適当であり、その場合、当面、発行市場を中心に漸進的・段階的に行うことが適当である、
- ロ) 銀行による新規参入については、その特別な地位等（大量の株式保有等）に鑑み、銀行特有の弊害防止措置を講ずること等が必要であるとともに、特に、株式のブローカー業務については、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、と指摘されている。

(2) 適格者による一般的な新規参入については、有効かつ適正な競争を促進するという観点からみて、その必要性は発行市場において高いと見られるものの、流通市場への参入も排除するものではないと考えるべきである。

また、銀行による新規参入については、証券取引法第65条の基礎にある基本的な考え方や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等を考慮し、上記報告書の考え方を引き続き維持することが適当である。

## 3. 基準の具体化・明確化に当たっての基本的考え方

(1) 現行法において、大蔵大臣が証券業の免許をしようとするときは、

- イ) 免許申請者が業務を健全に遂行するに足る財産的基礎を有し、かつ、業務の収支の見込みが良好であるかどうか（収支条項）、
  - ロ) 免許申請者がその人的構成に照らして、業務を公正かつ的確に遂行することができる知識及び経験を有し、かつ、十分な社会的信用を有するものであるかどうか（適格性条項）、
  - ハ) 免許申請に係る証券業が、その地域における有価証券の取引等の状況、証券会社及びその営業所の数その他その地域における経済の状況に照らして、必要かつ適当なものがあるかどうか（経済条項）、
- を審査しなければならないとされている（法第31条）。

(2) また、免許申請者が欠格条項のいずれかに該当する場合には、免許してはならないとさ

れている（法第32条）

（注）法第32条の欠格条項としては、①政令で定める資本の額に満たない会社、②証券取引法により罰金刑を受け5年を経過しない会社、③免許取消後5年を経過しない会社、④取締役又は監査役のうちに破産者等がある会社、が定められている。

(3) 法第31条の免許基準の各条項の規定やその運用については、現在、必ずしも明確な形で定義や解釈がなされているとは言えない。今後、これらの免許基準の具体化・明確化を図り、新規参入を促進するに際しては、以下の諸点に配慮しつつ検討を行うことが適当である。

イ) 各基準が適格者の参入を促進する観点から真に必要なものであるかどうかを検討する。

ロ) 基準は出来る限り法令上明確にすることとするが、他方、法令上の明確化になじまず解釈によらざるを得ない場合でも、免許の解釈基準を公表し周知する。

ハ) 基準の中で定量化が可能なものについては極力定量化することとし、定量化が困難なものについても、審査に当たっての具体的な考え方を出来る限り明らかにする。

(4) 他方、免許基準を具体化・明確化してもそこには必ずから限界があり、具体的な免許付与に当たっては、当局の裁量に委ねられるところがある程度残らざるを得ないと考えられるが、その場合においても裁量の範囲をできるだけ狭めるように努めることが必要である。

#### 4. 免許基準の具体化・明確化の方向

(1) 収支条項（法第31条第1号）について

イ) 「財産的基礎」について

① 証券会社が業務を健全に営むためには、取引に伴う様々なリスクに対処し得る十分な財産的基礎を有する必要がある。投資者保護や証券市場の円滑な運営の観点から、財産的基礎の基準は引き続き維持する必要がある。

② 現在、新規参入の際に必要なとされる財産的基礎の要件については、その具体的内容の定めはなく、免許申請者の資本金が欠格条項としての最低資本金に満たない場合には免許してはならないこととされている。また、免許付与後において証券会社の資本金が最低資本金を下回る場合は免許の取消し等の行政処分を行うことができることとされており、この意味でこの水準は免許会社として維持すべき資本金の水準ともなっている。

③ しかしながら、新規参入者は開業後暫くの間は収支が赤字になる可能性が高いことを考えると、免許会社としての継続性、安定性の観点から、新規参入時の資本金は、赤字が累積することを見込んでなお純財産額が免許会社として維持すべき資本金を常に上回る状態にあると見込まれるに足る十分な額である必要がある。

④ 現行の最低資本金の水準は昭和43年の免許制移行以来基本的には変更されていない。この間、証券市場の規模・証券会社の業務規模が大幅に拡大したこと、物価水準の上昇により最低資本金の実質的水準が低下していること、及び今後新規参入を通じ競争促進を図っていくに当たっては、証券会社の財務基盤の一層の充実を併せて推進していく必要があることを考慮すると、最低資本金の引上げが必要である。

⑤ その具体的水準については、

(イ) 新規参入の際に必要な資本金については、上記③の観点から、開業後に赤字が累積してもなお純財産額が免許会社として維持すべき資本金を上回ると見込まれる水準であることが考えられるが、どの程度上回る必要があるかについては、業務の範囲、店舗の所在地、人員等の業務内容等に大きく影響されるところであって、各申請者の申請内容から個別具体的に判断せざるを得ないと考える。

(ロ) 免許会社として維持すべき資本金の額については、免許制移行時（昭和43年）以降の物価水準の上昇、証券市場の拡大等を考慮して適正な水準に定めることが必要であり、現在の政令上の最低資本金の水準（免許の種類、業務の態様及び営業所の所在地に応じ、最低は2,000万円から最高は30億円まで定められている。但し、証券会社のみを相手に取引を行う会社を除く。）から、最低は1億円程度に、最高は100億円程度にするなど、3倍程度の引上げを行うことが適当である。

⑥ 上記の維持すべき最低資本金の額の引上げについては、既存証券会社に対し一定の経過期間を設ける等、所要の調整が必要である。

ロ) 「収支見込み」について

① 免許会社としての継続性、安定性の観点からは、新規参入者が開業後長期間にわたって赤字を継続することは望ましくない。今後も引き続き良好な収支見込みを有することを免許基準として維持することが適当である。

② 良好な収支見込みの判断基準としては、最近証券市場に参入した外国証券会社の実績、他の法令の運用基準等に照らし、業務開始後原則として3年以内（開業日の属する年度の翌年度から3年以内）に黒字に転ずる見込みを有することを必要とすることが適当である。

③ また、現在、流動性確保、リスク管理の観点から証券会社に対し自己資本比率規制が導入されている。投資者保護に万全を期するためにはこれらの点にも配慮する必要があり、自己資本比率規制についてのこれまでの行政上の取扱い等を踏まえつつ、自己資本比率が開業後において一定水準を上回る見込みを有することを必要とすることが適当である。

④ なお、収支見込み等の客観性、妥当性の判断には自ずから一定の限界があるが、免

許付与後の収支が赤字でかつ上記見込みを大きく下回る場合等には、法第54条の是正命令を機動的に発動して対処することが適当である。

(2) 適格性条項（法第31条第2号）について

イ) 証券業務が適正かつ健全に運営されるためには、業務を的確に遂行しうる人材が十分に確保され、かつそれが組織として円滑に機能するような経営体制が確立されていること、経営者等が十分な社会的信用を有すること等が不可欠であり、人的構成の適格性の基準は引き続き維持される必要がある。

ロ) 適格性条項については、その性格に照らし定量化が困難である。定量化の観点からは、例えば役職員の人数や証券業務経験年数を目途として示すことも考えられるが、一律に基準を示すことは必ずしも適当ではなく、個別の申請内容に照らしてその適否を判断すべきであるとする。その場合、審査の項目、留意点等について出来る限り明確にすることが適当である。具体的には、

- ① 役職員が証券業務に関し十分な知識、経験を有していること、
- ② 役員、主要株主等が十分な社会的信用を有し、かつ役職員についてはその経歴等に照らし、免許業務の運営に不適切な資質を有する者がいないこと、
- ③ 業務の適切な遂行に必要なかつ十分な人員が各部門に配置されていること、
- ④ 営業部門の活動をチェックするための内部管理体制が確立していること  
等が確保されていることが必要である。

(3) 経済条項（法第31条第3号）について

イ) 経済条項は、証券会社の経営の健全性を確保し、もって健全な市場を維持し投資者保護に万全を期するために設けられているものである。しかし、地域の需給に配慮することは運用の仕方にもよるが競争制限的に働くおそれがあることから、本条項については、基本的にはこれを撤廃する方向で見直しを行うことが適当であるとの意見があった。

ロ) 一方、急激かつ大量の参入により、経営の効率化を図るなど適正な業務運営に努めている多数の証券会社に多大の影響が生じ、市場に大きな混乱が生ずることとなることは投資者保護の観点から避けるべきであり、当局が具体的に免許を付与するに際しては、この点に配慮することが必要である。

ハ) こうした点を踏まえれば、当面は本条項を残すことが適当と考えるが、その運用については、これが競争制限的に働くことのないよう、十分に留意する必要がある。適格者の新規参入は、競争促進を通じて投資者利便の向上に資するものであり、また、情報通信手段の発達等を考慮すると、限られた地域内における取引の状況等を考慮する意味が従来に比し薄れていることも事実である。本条項の「地域の経済の状況に照らして必要かつ適当なもの」という要件の審査に当たっては、このような事情に十分留意し、個別



事案毎に弾力的に取り扱うことが必要である。従って本条項の運用については、市場機能が損なわれ、投資者保護上問題が生じると認められる場合を中心に考える等、極めて限定的、抑制的に行うことが必要であり、また、今後、新規参入の状況等を踏まえつつ、その是非について改めて検討することが必要であると考え。

#### 5. 審査手続の透明性確保

審査手続の透明性確保の観点から、実情に応じた標準処理期間を設けそれを公表するとともに、証券取引法に定められた不免許の際の審問及び免許に条件を付す場合の理由付記の適正な運用に努めることが適当である。また、予備審査の活用等を図り、審査の迅速化に努めることが適当である。

#### 6. 行政当局の運用の在り方

新規参入の問題は、免許基準をどう具体化・明確化するかということに加え、基準を運用する行政当局の運用の姿勢に依存するところが大きい。従って、行政当局が新規参入を促進するという姿勢を明確にし、適格性を有する者には幅広く参入を認めるという運用に努めることが肝要である。

## II. 投資信託委託業務の免許運用基準の見直し

### 1. 基本的考え方

- (1) 投資信託委託業務への新規参入については、現在においても平成元年5月の投資信託研究会報告における「今後の投資信託の一層の発展のためには、内外を問わず、投資信託委託業務を行うについて適格性を備えた者が参入し、適正な業務運営を行うことについては、基本的には、前向きに考えていくべきであろう。」との考え方を維持していくことが適当である。
- (2) 現行の投資信託委託業務の免許運用基準については、上記の考え方に基づき平成元年12月にこれを公表し、現行までのところ外資系4社及び国内系1社が設立され、営業活動を行っているが、なお、海外諸国からは、現行基準を見直し、一層緩和して欲しいとの要望が寄せられている。これらの要望に対しては、投資者保護の見地に留意しつつ、前向きに対応していく必要があるものとする。
- (3) 国内からの新規参入については、競争を促進し、多様な商品開発の促進等を通じ投資者利益に資することが期待される。他方、特に金融機関やその関係会社による参入については、利益相反等の問題点が指摘されている。内外無差別の観点からも、現行基準を緩和して国内からも適格性を備えた幅広い主体の参入を認め、競争促進を図ることが適当であると考えられるが、その場合においても特に金融機関やその関係会社については、必要かつ十分な実効

性のあるファイヤー・ウォールを設け、参入に伴う弊害の防止を図る必要があるものと考え  
る。

(注) 金融機関やその関係会社による投資信託委託業務については、例えば、ファンドの投資先企業への  
融資、ファンドの販売促進のための購入者への融資等の可能性が指摘されているが、特に大量の株式  
を保有している我が国の金融機関については、保有株式をファンドへ売却する等の利益相反の可能性  
や信託財産として保有する株式の発行企業への影響力の一層の増大といった問題が指摘されている。

(4) 投資信託の商品性に係る諸規制については、投資者保護に留意しつつ多様なニーズに即応  
した商品開発を促進するとの観点から、早急に緩和を進めることが肝要である。

## 2. 現行運用基準の見直しの具体的方向

### (1) 設立母体の資格要件について

不特定多数の投資者の資産の運用を一任され忠実にこれを行うという投資信託委託業務の  
適正な運営を確保するため、投資信託委託会社の設立母体に一定の資格要件を求めるとい  
う従来の考え方については、これを維持することが適当と考える。ただし、外国業者に対して  
我が国投資信託市場における経験を求める従来の考え方は、必要以上に制限的であり、設立  
母体が本国において相当な実績があり、かつ、我が国市場における営業について良好な収支  
見込みを有すれば、十分であると考えられるところから、本要件を削除することが適当であ  
る。

国内からの参入については、従来、投資信託の設定・運用又は販売業務を営む者のみが設  
立母体として認められていたが、上記1.(3)の基本的考え方を踏まえ、

イ) 投資顧問業務（投資一任業務）は、投資者の資産の運用を一任され、忠実にこれを行う  
という意味で投資信託委託業務と共通性があること、

ロ) 現在までに参入した外資系企業はいずれも投資顧問業を営む会社を設立母体としている  
こと、

ハ) 幅広い業態からの平等な参入という要請にも応えられること

から、投資顧問業務（投資一任業務）について、十分な経験と相当の実績を有する適格者を  
新たに設立母体として認めていくことが適当である。

### (2) 共同設立について

共同設立については、従来設立主体としての十全な責任の遂行を求める観点から認めない  
こととしてきたが、共同設立によって多様なノウハウが結合・活用されることが期待され  
ることから、複数の設立母体があっても十全な責任の遂行を期待しうる場合には共同設立を  
認めることが適当である。

(3) 役職員構成について

現在、30名程度を参考として、役職員の配置が十分か否かを判定することとしている。この点については、従来より柔軟に運用しているところであり、こうした運用の実態に対応して数値を撤廃することが望ましい。

(4) 管理事務について

現行、第三者への委託を認めていないが、投資信託委託業務全体が適正に遂行される体制が整っていれば、個々の業務内容に応じて第三者への委託を認めることが適当である。

(5) 資本金について

資本金については、既存の投資信託委託会社の最低資本金が3億円であること及び最近における新規参入各社の収益実績を勘案して、最低資本金を5億円から3億円に引き下げられることも考えられる。ただし、経営の健全性確保の観点から「黒字転換年限までの期間を通じ負債総額が資産総額を上回らないことを見込みうる水準であること」との要件を「黒字転換年限までの期間を通じ純資産額（資産総額から負債総額を控除した額）が5千万円を下回らないことを見込みうる水準であること」と改めることが適当である。

(注) 法律上の最低資本金額は5千万円。

### 第3章 株式等委託手数料の自由化

#### 1. 競争の促進と委託手数料の自由化

(1) 我が国の株式等委託手数料は、売買代金に応じて料率が通減する固定手数料体系となっており、その水準については、昭和60年以降、国際水準の動向をも勘案し、4回にわたり引下げが行われてきたところである。

また、委託手数料制度の在り方については、当審議会としては、平成2年6月の基本問題研究会第2部会報告において、「基本的には、現在の固定手数料体系を維持しつつ、その水準については、引き続き、国際的水準の動向を勘案し、機動的、弾力的に見直しを行っていくことが必要である。」として、固定手数料制維持の基本的方向を示したところである。

(2) しかしながら、その後、第1章で述べたように、一連の証券問題が明らかとなり、これを契機に、証券市場において一層実効性のある適正な競争を促進することにより、証券市場の透明性・公正性に対する投資者の信頼を早急に回復することが、強く求められている。当審議会としては、このような状況を踏まえ、証券市場への影響、小口投資家への影響等にも十分配慮しつつ、証券市場の健全な発展を図る観点から、証券市場における一層の競争の促進を図るための具体的な対応策について幅広く検討を行ってきた。

(3) 今回の一連の証券問題を流通市場の面からみると、損失補てんの原因は株式委託手数料が固定制となっていることにあるといった短絡的な議論は別として、特定の大口顧客に対する

サービス提供が損失補てんという不透明な形で行われたことにより、投資者全般に強い不公平感を抱かせるとともに、市場の価格形成に対する投資者の信頼感が著しく損なわれることとなったことは否定できない。この点を考慮すれば、当審議会としては、今回の一連の問題により、流通市場における競争が必ずしも適正な形で行われていなかったという認識を持たざるを得ないと考える。

我が国市場の健全な発展を図っていくためには、市場の透明性・公正性を高め、個人投資家をも含めた多様な投資者を今後とも市場に参加させていくことが重要であるが、上記のような実情を考慮すれば、流通市場における適正な競争を促進する見地から、委託手数料の固定制についても見直しを行うことは避けて通れないと考える。

- (4) さらに、証券取引の一層の国際化が進展する中で、米英等の諸外国においては、既に委託手数料の自由化が実施され、有効な競争を通じた市場の透明性・公正性の向上が図られている。このような状況の下で、我が国証券市場が国際的な市場として今後とも発展していくためにも、委託手数料について、何らかの形で自由化への展望をさぐることは、避けることができないと考える。
- (5) このように、我が国証券市場の健全な発展を図る見地から、基本的に委託手数料の固定制について見直しを行うことが必要であると考えますが、既に自由化が行われた米英等においては、自由化を基本的には評価しつつも、それが投資者の投資行動、証券会社の業務活動等を含めた証券市場の構造全体に様々な影響を与えたとの指摘がなされている。このような点を考慮すれば、我が国において委託手数料を自由化する場合においても、こうした影響について十分な分析・検討を行うことが不可欠であると考えます。
- (6) また、発行市場についても、引受手数料は、証券の発行の都度発行体と引受証券会社との間で、引受リスクやコストを基本に交渉により設定されるものであるが、近時弾力化の動きがみられるものの、銘柄の間で必ずしも格差が生じていない。また、公募株式の発行価格も、今後は弾力的決定が予定されているが、これまでは一律のディスカウント率が適用されてきたこと等、手数料や発行条件における競争が十分ではなかったと考えられる。今回の損失補てん問題については、このような点を背景として、引受業務の分野で生じた超過利益が損失補てんの一因となったのではないかと意見もある。こうした点を考慮すると、流通市場における競争の促進を図る一方、発行市場においては、新規参入の促進を図るとともに、引受手数料や公募株式の発行価格決定の弾力化を実施すること等により、一層の競争促進を図ることが必要であると考えます。

## 2. 自由化の影響

当審議会としては、上記のような基本的な視点に立ち、委託手数料の自由化が投資者、市場、

証券会社に与える影響について議論を行った。その議論の結果を要約すると、次のとおりである。

(1) 自由化に伴う委託手数料水準の動向

イ) 米英においては、委託手数料を自由化した結果、大口取引に係る手数料が大幅に低下している。一方、小口取引に係る手数料は、例えば米国の場合、1株当たりでみると上昇しているが、売買代金当たりでみると低下している。このような自由化による委託手数料水準の変化が投資者の投資行動にいかなる影響を与えたかについては、その時点における証券市場、さらには金融市場全体の動向等によっても異なってくることを考慮すれば、必ずしも明確ではない。

ロ) 委託手数料水準についての確な国際比較を行うことは、各国の証券取引の実態等に差があること等を考慮すれば必ずしも容易ではないが、我が国の委託手数料水準を、株式の委託売買金額に対する委託手数料収入額の割合により諸外国と比較してみると、平均的な手数料水準は米英よりやや高い水準にある。一方、我が国の場合、小口の手数料率は従来低く抑えられてきたことから米英より低い水準にある。これらの点を総合的に勘案すると、我が国の大口の手数料水準は、米英と比べかなり高い水準にあるとも推測される。

(注) 株式の委託売買金額に対する委託手数料収入額の割合

|    |              |
|----|--------------|
| 日本 | 0.52% (90年度) |
| 米国 | 0.43% (90年)  |
| 英国 | 0.39% (90年)  |

ハ) このような状況の下で、委託手数料の自由化を行った場合、手数料水準がどのように変化するかという点については、大口取引については、かなり低下することが予想されるということで意見が一致している。他方、小口取引については、諸外国の例等を参考にすれば手数料が上昇するのではないかと指摘が一般的ではあるものの、当審議会での審議においては、手数料が上昇するとの意見、中長期的にみれば競争によりむしろ低下するのではないかと意見、上昇するか否かは実施してみないとわからないとの意見が出され、明確な結論を得るに至っていない。

(2) 投資者への影響

イ) 以上のような手数料水準の見通しを踏まえると、大口投資家については、自由化により委託手数料の負担という面では大きなメリットが享受できることとなり、従来以上に積極的な証券市場への参加が期待できるとも考えられる。

地方、小口投資家については、その手数料水準の見通しが明確でなく、さらに、小口投資家の投資意欲は単に手数料の水準のみによって左右されるのではなく、提供されるサービスの質によっても異なるのではないかと、このような観点からみると、自由化によりサー

ビスが多様化されれば、小口投資家もそのメリットを享受できるのではないかとの意見もあり、自由化がその投資行動にどのような影響を与えるかは必ずしも明確でない。

いずれにしても、市場の健全な発展を図る観点からはもとより、国民の健全な資産形成を図る観点からも小口投資家の市場参加を促進していくことは極めて重要な課題であり、委託手数料の自由化にあたっては、小口投資家が市場から離散することのないよう、十分配慮する必要がある。

ロ) また、米英においては、委託手数料の自由化により、大口取引の手数料が大幅に低下したため、証券会社が小口投資家向けの売買取次業務から採算上の理由で撤退した例が少なからずあるとの指摘がある。このような現象が我が国においても生じるとすれば、自由化により小口投資家の利便性が著しく損なわれるおそれがあるが、現実には、自由化を実施した米英においては、経営の効率化、専門化を図る観点から個人部門を売却した例はかなり見受けられるものの、購入した側において個人部門の営業が続けられており、個人部門が閉鎖された例は殆ど確認できない。こうした点を考慮すれば、業界全体としてみた場合には、個人部門の営業が縮小していたとは言えないのではないかと考えられる。

いずれにしても、この点に関する実情については、今後さらに調査を行い確認することが必要であろう。

### (3) 市場への影響

#### イ) 価格形成等に与える影響

① 委託手数料の自由化により、小口投資家が市場から離散し、機関化現象が促進されることとなり、その結果、安定的な価格形成が損なわれるとの意見がある。

しかしながら、上記(2)で述べたように、委託手数料の自由化が小口投資家の離散を招くかどうかという点については必ずしも明らかではない。また、小口投資家が金融商品の多様化等に対応して専門的機関を通じて投資を行うことは、経済合理的な行動であり、委託手数料の自由化を実施するか否かにかかわらず機関化現象は進行するとの意見も出されている。

従って委託手数料の自由化により機関化現象が促進されるかどうかは必ずしも明らかでないが、いずれにしても、委託手数料の自由化を行う場合においても、上記(2)で述べたように、小口投資家が市場から離散することのないよう十分配慮する必要がある。

なお、我が国においては、現状でも個人の株式保有割合は23.1%（平成2年度末）と低く、法人の株式保有割合が高い。このような中で、機関投資家の株式保有割合も高まってきているが、このような状況を考慮すると、機関投資家が画一的な投資行動をとることにより、価格形成の安定性が損なわれることのないよう、機関投資家への運用規制を各々の規制目的に照らして見直す等、機関投資家の多様な投資行動を促す方策につい

て検討することも必要ではないかとの意見もある。

- ② また、委託手数料の自由化により、証券会社の経営が不安定化し、大手証券への集中、寡占化が進むこととなり、市場の公正性、適正な価格形成が損なわれるおそれがあるとの意見がある。

この点に関し、米国においては、規模の経済、多角化、財務基盤の拡充等の観点から証券会社の合併が進んでいるが、少数特定の大手業者による寡占化が進んでいるというわけではないとの指摘がなされている。

いずれにしても、このような大手証券への集中、寡占化及びそれに伴う問題が生ずることのないよう対策を講ずることが必要であり、この見地から新規参入の促進等により適正な競争を図っていくことが必要である。

#### ロ) 市場の流動性に与える影響

- ① 我が国においては、市場の状況により大口注文の出会いがつかない場合に、証券会社がとりあえず自己で反対注文を出すこと（いわゆるマーケット・メイク）により、市場の流動性が維持されているという面があるが、委託手数料の自由化により証券会社の収益力が低下し、そのような機能が果たせなくなって、市場の流動性の低下を招くおそれがあるとの意見がある。
- ② この点については、顧客が保有株式を早急に売却する等のために証券会社自身の反対売買によってでも売買を成立させたいということであれば、自由交渉制の下では、証券会社と顧客との間でそれに伴うリスク・コスト等を踏まえて、委託手数料の交渉が行われることとなるので、そのような流動性の低下という問題は生じないのではないかとの意見もある。
- ③ いずれにしても、委託手数料の自由化を進める過程において、現実にそのようなおそれが生じた場合には、市場の流動性を高める観点から証券会社のディーリング業務を必要な範囲で弾力的に認めていく等、適切な対応策について検討する必要がある。

#### ハ) 市場の分裂

- ① 我が国においては、証券市場の厚みと価格の継続性を確保し、適正な価格形成を図ることを目的として、証券取引所の会員証券会社が顧客からの注文の取次ぎを含め上場有価証券の売買を行うときには、原則として証券取引所で売買を行うことが証券取引所の定款により義務づけられている（いわゆる市場集中義務）。
- ② この点に関し、委託手数料の自由化によりこれまでの一定の手数料が保証されなくなることから、証券会社の市場集中のインセンティブがなくなり、証券会社が取引コスト削減の見地から、市場集中義務の適用されない媒介の形をとる等により、取引所への定率会費等の支払いの必要のない取引所外で売買を行うようになり、いわゆる市場の分裂

が生ずるおそれがあるのではないかとの意見がある。

- ③ これに対し、米国においては、固定手数料制の下で、大口投資家が割高な手数料を避けるために取引所外での注文の執行を望んだことが市場の分裂の原因であり、流動性、価格の継続性、厚みのある市場取引が行われるためには、むしろ委託手数料の自由化が必要であるとの指摘がなされていた。このような点を考慮すれば、我が国においても、今後機関化現象の一層の進展に伴い、同様の事態が生ずるおそれがあるのではないかと考えられる。
- ④ 我が国においては、取引所市場の流動性の高さ、価格形成の公正性等の面からみて、さらに、取引所外取引については、取引所会員の市場集中義務、証券取引法による市場類似施設の禁止（法第191条）等の制約があること、また、コスト面でみても、このような取引所取引のメリット、取引所外取引に対する制約にも拘らず、証券会社があえて市場外取引を望むほど取引所取引のコストが高い水準とは考えられないこと等を考慮すると、委託手数料の自由化により市場の分裂を招くおそれは小さいのではないかとの意見もある。
- ⑤ いずれにしても、自由化を進める過程において、現実にはこのような市場の分裂という事態がおこる場合には、媒介等につき必要な規制を行う等適切な措置を検討する必要がある。

#### (4) 証券会社への影響

##### イ) 収支への影響

- ① 委託手数料の自由化は、基本的には証券会社間の競争を通じて手数料水準の低下をもたらすこととなり、投資者には取引コスト面でのメリットがあると考えられるが、その反面、証券会社の収支に大きな影響を与えるおそれがある。
- ② 証券会社の収支への影響について、証券会社の規模別にその影響を分析すると、大手証券は、株式委託手数料収入への依存割合が低いため、自由化の影響は小さいとも考えられる一方、自由化により大幅な手数料の低下が予想される大口取引に係る手数料収入の割合が高く、その影響を受けやすい面もある。

他方、中小証券は、株式委託手数料収入への依存割合が高いことから自由化の影響を受けやすい面がある一方、一般的に自由化により手数料が上昇するとされている小口取引に係る手数料収入の割合が高いことから、その影響は小さいとも考えられる。

また、大手証券が大口取引に係る手数料収入の減少を補うため、小口取引の分野で中小証券と激しい競争を行うこととなれば、中小証券は大きな影響を受けることとなるが、一般的に小口取引についてはコストが高く採算が合わないと言われていること、我が国の小口の手数料は米英よりもかなり低い水準にあることを考えると、小口の手数料水準



を現在の水準よりも大きく引き下げような方向での競争が行われるとは考えにくいのではないかと考えられる。

ロ) 業務展開の在り方

- ① 既に委託手数料の自由化が行われている米国等においては、自由化後証券会社はディーリング業務、M&A業務等へ力を注ぐとともに、プロジェクト・ファイナンス、不動産投資信託等、証券関係業務以外の業務へも積極的な展開を行い、収入の確保に努めている。
- ② 証券会社の兼業については、我が国においては、証券業務の免許制がとられていることから、大蔵大臣の承認が必要とされている。兼業の承認は、証券取引法上「証券業務を営む上において公益又は投資者保護のために支障を生ずることがないと認められるもの」(法第43条)についてなされることとされているが、実際の運用においては、通達により「証券業の円滑な執行のために必要かつ適当なものに限る」とされている。

免許会社である証券会社の経営の健全性、適切な業務展開を確保するためには、現行法の基本的な考え方は今後とも維持すべきものと考えるが、今後新規参入の促進、あるいは委託手数料制度の見直し等を通じて適正な競争を一層促進していく場合には、それに対応して、証券会社の業務についても弾力的な業務展開が可能となるよう運用面での見直しを行い、個々の証券会社が各々の創意を生かした経営を行いうよう配慮する必要があると考えられる。

- ③ ディーリング業務については、米英等において、委託手数料の自由化を契機に、証券会社が積極的な業務展開を図っているが、我が国においては、ブローカー業務の補完として制限的に位置付けられている。

我が国においては、証券業について、その公益性に着目し免許制が採用されているが、業務の公益性という観点からみると、市場集中義務が課されている証券については、不特定多数の投資者の有価証券売買を取り次ぐブローカー業務が証券業務の基本であると考えられる。これに対し、ディーリング業務は自己の有価証券売買を行うものであり、市場への流動性の提供、円滑な価格形成への寄与等の面で公益的意義を有しているが、他方、それが過度にわたる場合には、市場の価格形成に与える影響、顧客との利益相反、証券会社経営に与えるリスク等様々な問題がある。従ってディーリング業務については、ブローカー業務の補完という現在の位置付けを、基本的には維持すべきものと考えられるが、業務の具体的な在り方については、今後の証券市場の状況等に対応して、なお検討することが必要であろう。

また、同様の観点から、ディーリング専門の証券会社を認めることは基本的には適当でないと考えるが、自由化によりブローカー業務から撤退せざるを得ない証券会社が出

てきたような場合で、それを認めることが証券市場の健全な機能を維持するうえで問題がないと考えられるような場合には、これを認めることも検討すべきである。

なお、証券会社の店頭における債券等の売買については、その取引の実態がディーリング中心の取引となっており、このような点では、ディーリング業務も重要な証券業務の一つとして位置付けることは当然であると考ええる。

- ④ M&A業務については、我が国においては、情報提供、仲介等リスクのない業務が行われており、現状程度の業務の内容であれば特に問題はないと考える。

#### ハ) 証券会社経営の健全性確保及び投資者の保護

① 委託手数料等における一層の競争原理の導入により、証券会社経営の効率化、合理化が期待されるが、その反面、上記イ)で述べたように手数料収入の減少に伴う一部証券会社の収支の悪化、あるいは上記ロ)で述べたように業務の多角化に伴うリスクの増大等も予想される。このような点を考慮すると、行政当局において証券会社経営の健全性確保のために必要な方策を講ずるとともに、証券会社においても、より一層の経営の効率化、合理化に努める必要がある。

② 特に、行政当局においては、これまでも通達により自己資本比率規制を導入し、証券会社経営の健全性の確保に努めてきたところであるが、これを証券取引法の予防的監督規定（法第54条）に織り込む等規定の整備を行うとともに、その機動的、弾力的な運用により、一層の実効性を確保することが重要である。

③ また、証券界においても、投資者の保護を図り、市場の健全な発展を図る観点から、証券会社の経営の悪化により投資者が不測の損害を被ることのないよう各般の努力を行う必要がある。

この点については、例えば、米国においては、委託手数料の自由化の過程において、証券会社の資金拠出による証券投資者保護公社（SIPC）が設立され、証券会社の経営破綻の際における投資者の保護が図られている。我が国においては、証券会社の資金拠出による財団法人寄託証券補償基金が存在するが、このような米国等における例をも参考としつつ、今後投資者保護のための環境整備をさらに図る必要がある。

### 3. 自由化の進め方

- (1) 以上のように、委託手数料の自由化実施後の証券市場の姿については、既に自由化を実施している諸外国の状況等を参考として、ある程度は想定できるものと思われるが、その場合においても、委託手数料の自由化後に生じた問題が、手数料の自由化のみによってもたらされたものか、換言すれば、自由化が具体的にどの程度の影響を証券市場にもたらしたか等については、必ずしも明らかではない。また、諸外国において生じた問題が、そのまま我が国

においても該当するかという点についても、同様である。

- (2) このような点を考慮すれば、前述のように委託手数料について、何らかの形での自由化は避けて通ることができないとしても、その実施にあたっては、まず、比較的問題の少ないと思われる大口取引に係る手数料について自由化を図り、それが投資者の行動、証券会社の業務活動等証券市場に与える現実の影響を十分見極めつつ、その後の自由化への展望をさぐる必要があると考える。
- (3) また、委託手数料の自由化を図るにあたって、自由化の大きな問題点の一つとされる個人投資家への影響については、前述のとおり当審議会においては結論が得られていないが、個人投資家の市場からの離散を招く等のおそれが事実であるとすれば、このような事態を回避する必要があるのは当然である。このような観点から、小口取引に係る手数料については例えば固定制を維持する等、大口手数料の自由化実施後の具体的な影響如何によっては、米英等の自由化の姿とは必ずしもかかわりなく、我が国市場の実情に応じた自由化の在り方について検討することも必要であるとする。
- (4) 前述のとおり、自由化が様々な影響を証券市場にもたらすことが予想される点を考慮し、大口取引の水準、実施時期等その具体的な実施に係る細目については、専門家も含めた作業部会を当審議会の下に設け、証券市場の現状、証券取引の実態等を踏まえ、証券市場の安定性にも配慮しつつ、証券市場の健全な発展を図る見地から十分な検討を行うことが適当であるとする。
- 作業部会における検討は、証券取引制度の基本的な見直し等との関係を考慮すれば、当面1年程度を目途とすることが適当であるとする。
- (5) なお、上記のような形で委託手数料を自由化する場合においては、証券市場における適正な競争を促進するとともに市場の一層の透明性を図る観点から、手数料の実態が何らかの形でディスクローズされることが望ましいが、上記の作業部会において、このような点についても検討することが適当であるとする。

#### 第4章 その他

##### 1. 通達等の見直し

- (1) 現在、証券行政においては、通達、事務連絡等の形で、
- イ) 本省と財務局間の事務配分を定める文書（事務委任通達等）
  - ロ) 法令の執行のために、行政としての法令の具体的解釈や行政の判断基準、取扱手続き・様式等を定める文書（法令解釈・執行通達等）
  - ハ) 証券会社等による一定の行為等を禁止、自粛、制限したり、証券会社等の望ましい業務運営方針を示すもの（指導通達等）

が出されている。

- (2) これらのうち、指導通達等については、いわゆる行政指導として行われるものであり、適用されるルールや違反者に対する罰則が明確でない等の問題が指摘されている。また法令解釈・執行通達等については、同じ法令に基づくものが複数の通達等に分散されている等の問題がある。更に、これらの通達等の中には、現時点でみて既にその役割を終えていると考えられるものもあり、その必要性自体についても十分吟味する必要がある。
- (3) 通達等の全般的な見直しに際しては、証券市場の公正及び行政の透明性の確保の観点から、以下の方向で行うことが適当と考えられる。
  - イ) 指導に係る通達等のうち一定の行為を禁止、自粛、制限しているもの等については、その内容、目的に応じ、ルールの明確化等の観点から、可能な限り、法令化ないしは証券業協会又は証券取引所の規則への移行等を行う。
  - ロ) 事務委任、法令解釈・執行に係る通達等については、必要に応じ、廃止・整理統合を行う。
  - ハ) 口頭による行政指導は、原則として廃止し、廃止できないものについてはイ)、ロ)の方向を踏まえつつ、明文化を図る。

## 2. 自主規制機関の機能強化等

- (1) 我が国の場合、米英に比べ、行政が中心となって証券市場及び証券会社を監督している側面が強い。しかしながら、証券取引等は高度の専門性を有し、また状況の変化に弾力的に対応する必要がある等の特性をもっており、証券市場等の規制については、市場関係者による自主的な取組みが行われることが望ましく、この観点から自主規制機関の機能強化を図ることが適当であると考えられる。
- (2) 証券業協会、証券取引所においては、既に自主規制機関としての機能の充実・強化が検討され、自主規制規則の整備、監視体制の強化、ルール違反に対する罰則の強化等可能なものから逐次実施されてきているところであるが、行政当局においても、以下の基本的考え方に立って、これらの自主規制機関の取組みを支援する等の観点から法令上その他の措置を講ずる必要があると考える。
  - イ) 自主規制機関の機能に委ねるべき分野につき検討を加え、その機能・権限の拡充・強化を図る必要がある。
  - ロ) 自主規制機関の自主性を尊重しつつ、取引を公正かつ円滑ならしめ、投資者の保護に資するという自主規制機関に期待される役割からみて、適正な自主規制ルールが策定され、またその適正な執行が確保される必要がある。この場合、自主規制ルールが、取引を公正かつ円滑ならしめ、投資者の保護を図る上で必要かつ適当なものである必要があり、過度

に投資者や証券会社等の活動を規制することのないよう留意する必要がある。

ハ) 自主規制機関の自主規制ルールは、関係するすべての証券業務を行う者が遵守するものとする必要がある。

#### 証券取引審議会名簿

|     |                       |           |
|-----|-----------------------|-----------|
| 会 長 | 成 城 学 園 学 園 長         | 加 藤 一 郎   |
| 委 員 | 東 レ (株) 会 長           | 伊 藤 昌 壽   |
| 〃   | 神 戸 大 学 教 授           | 神 崎 克 郎   |
| 〃   | 日 本 銀 行 政 策 委 員 会 委 員 | 草 場 敏 郎   |
| 〃   | 経 済 評 論 家             | 五 代 利 矢 子 |
| 〃   | 筑 波 大 学 教 授           | 竹 内 昭 夫   |
| 〃   | 日 本 銀 行 理 事           | 丹 治 誠     |
| 〃   | (株)日本経済新聞社副社長         | 鶴 田 卓 彦   |
| 〃   | 東京証券取引所理事長            | 長 岡 實     |
| 〃   | 日 本 網 管 (株) 社 長       | 山 城 彬 成   |
| 〃   | 大 阪 大 学 教 授           | 蠟 山 昌 一   |
| 〃   | 東 京 大 学 教 授           | 若 杉 敬 明   |
| 〃   | (株)日本証券業協会会長          | 渡 邊 省 吾   |

#### 不公正取引特別部会中間報告書

##### —相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について—

#### 1. はじめに

(1) 近年における我が国証券市場の拡大及び国際化に伴い、証券市場における公正な価格形成を確保することが、その健全な発展と投資者保護を図る上でますます重要な課題となってきた。

そうした中で、平成3年6月の証券取引審議会報告書「店頭市場に対する行為規制の適用について」においては、「法第125条については、従来より、その運用に当たって困難な面があるとの議論がある。この点については、まず、行政当局等において、最近における株価監視体制の充実・強化等を受け、現行規定の積極的活用にも努める一方で、その運用上の問題点について、