

# 証券市場改革の現状と課題

—ここ一兩年の動きを受けて—

平成15年10月

財団法人 日本証券経済研究所

# 証券市場改革の現状と課題

ここ一兩年の動きを受けて

はじめに

平成13年12月、(財)日本証券経済研究所は、同年5月に設置された「21世紀の証券市場懇談会」(座長 貝塚啓明教授)の議論の成果を、「21世紀の証券市場について～金融構造の変革と今後の課題～」という表題で報告書(以下、単に「報告書」という)にまとめ、公表した。

本報告書では、証券市場を通じる資金の流れを拡大し市場型金融の比重を大きくすることが今後の我が国の経済運営と金融システムにとって極めて重要であるという認識に基づき、市場改革の現状と残された課題を整理し、我が国の証券市場が期待される役割を十分に果たしていくために、投資家、発行会社、仲介業者(証券会社等)及び行政当局が各々残された課題にどのような方向で取り組むべきかについて提言した。

現在、「21世紀の証券市場懇談会」の設置から2年5ヶ月、報告書の発表から1年10ヶ月の年月が経過している。この間、米国におけるエンロン社の破綻等を受けた企業改革法の制定、我が国におけるペイオフの一部解禁や新しい証券税制の実施等々、金融・資本市場全般にとって重要な出来事が相次いだ一方、官民において我が国の金融システムと証券市場の改革に関する議論が高まりを見せるとともに、金融庁による改革促進プログラムの策定、金融審議会による中期ビジョンや具体的施策の検討、広範多岐に亘る関係法令等の整備等が行われてきた。

そこで、本稿では、ここ一兩年の動きを踏まえ、報告書の該当項目に関してフォロー・アップを紙数の許す範囲で試みるとともに、証券市場改革の現状に関して若干の参考意見を申し添えた。

なお、今回のレポートは、前記の報告書で取り上げられた統計資料・データの更新、報告書発表後の状況変化を踏まえた補足的な分析等を中心に、(財)日本証券経済研究所企画調整室において取りまとめたものであり、「21世紀の証券市場懇談会」の委員・オブザーバーの意見を集約したものではない。

# 目 次

## はじめに

概要	1
第1 ここ一両年の枠組み整備	
1. 証券市場の改革促進と行政機構の体制強化	13
2. 証券市場に関連する法律整備の概要	27
3. 証券市場に関連する政省令整備の概要	28
4. 商法改正等の動き	32
5. 企業会計制度等の改正動向	33
6. 新しい証券税制の実施と今後の税制改革	33
第2 個人投資家の現状	
1. 金融資産選択における安全性志向	36
2. 金融資産選択に関する家計の意識	36
3. エンロン事件やペイオフの一部解禁等の影響	37
4. 証券投資に対する国民の意識と転換の条件	39
第3 発行会社の動き	
1. 企業の資金調達状況	41
2. 企業経営における市場重視の方向性	41
3. 株式持ち合い解消の加速	43
4. 未公開企業への円滑な資金供給	43
第4 仲介業者（証券会社等）の課題	
1. 証券市場改革による仲介業者の状況変化	46

2 . 国民一般の意識と証券会社の課題 .....	47
3 . 証券業の基本モデルと市場改革の実践 .....	48
第5 政府・行政当局の取組み	
1 . 証券市場の改革促進と包括的かつ積極的な取組み .....	50
2 . 証券市場改革に対する現実的な取組みの必要性 .....	51
3 . 国民一般の政府に対する要望 .....	52
資料集 .....	53

## 概 要

### ( 1 ) 市場改革の進展とその評価

報告書の公表から1年10ヶ月を経て市場改革の進展状況を振り返ると、その評価については、前回報告書において指摘されたところと比べて本質的な変化はない。制度的な市場改革の枠組み整備が大幅に進展をみたのに対して、家計の金融資産選択の変化、資金調達における証券市場の積極的活用、新興企業への円滑な資金供給、国際的に利用される証券市場の実現、仲介業者の積極的な役割発揮と信頼性の向上等の観点からみて、市場利用者や仲介業者が新しい枠組みを活用して市場改革の成果を十分享受しているかという点では、未だ多くの課題を残していると考えられる。

特に、個人投資家層の拡大、ベンチャー型企業の育成、投資信託の拡大と証券化の促進、仲介業者による新たなビジネスモデルの構築、新しい行政手法を踏まえた行政面での積極的な対応等に関して、今後とも改善に向けた更なる努力が必要と思われる。

### ( 2 ) 息の長い証券市場育成策の必要性

市場改革の成果が目に見える形で具体化されるためには、制度改革による枠組み整備に加えて、これに対応した市場利用者や仲介業者の成熟度が問題であり、長年定着してきた行動様式や意識等の変革も必要であり、なお時間を要するものと思われる。

従って、現在実施されているNPO等による証券普及活動をはじめ、官民を挙げての息の長い証券市場育成策が今後とも強力に推進・継続されるべきであろう。また、当面の株価の回復や景況の好転は、そのための支援材料でありこそすれ、決してその到達点ではないことを銘記すべきであろう。

### ( 3 ) 市場改革による一定の成果と実感の乖離

市場改革の進展状況に対する大局的な評価という点では、前述の通り、改革の成果を享受する側の実践面を中心に未だ多くの課題を残しているが、市場改革の成果あるいはこれに関連する状況の変化として証券市場の実態面で注目すべきものがあることは言うまでもない。

例えば、株式売買委託手数料の自由化による取引コストの軽減、証券業務の自由化等による特色ある証券業者の出現とより質の高い顧客サービスの提供、商法改正等によるコーポレート・ガバナンスやディスクロージャーに対する発行会社における認識の向上、株式持ち合い解消の進展と自社株買付けの増大、ROE改善企業の増大と株式平均利回りの大幅上昇、証券税制改革による配当課税の軽減...等々。これらは、明らかに市場改革の成果あるいはこれに関連する状況の変化として特筆すべき事例である。

ただ、これら市場改革の本質論からみて注目すべき状況の変化が、国民一般における実感はもとより、市場関係者の満足感や立法関係者等の目標達成感に直結していないことも事実である。これは、実体経済の低迷や金融システム不安を受けた株価の下落や市場規模の縮小によるところが大きいと思われるが、それ以外にも一連の市場改革が市場の活性化につながらない根本的な要因があると考えられるので、これらを再検討しながら、より現実的かつ合理的な政策対応を図っていくことが重要であろう。

金融システムにおける市場機能の強化という質的な変化に、取引量の増大や商品開発の活発化など市場の拡大という量的な変化が伴ってはじめて、市場改革の成果が市場の活性化に結びつき、市場改革の成功が実感されることとなる。もちろん、市場機能の強化という質的な側面をかえりみることなく、景気や株価の回復による市場規模の拡大を以って市場改革の成否を論ずることはナンセンスである。しかし、景気の好転や市場の活況が現実化しつつある今こそ、次に指摘する通り、市場改革を受けた証券市場の実態面における質的な変化についても、正確な事実認識に基づき、より適切な評価を下したうえで、事態の

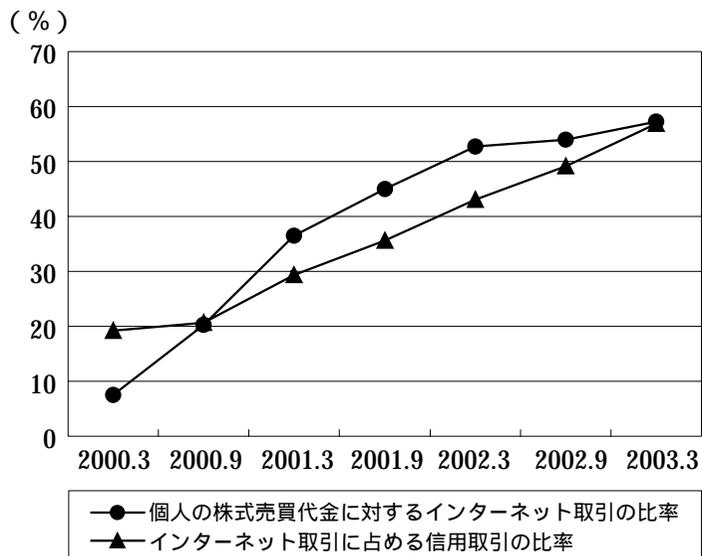
改善を図っていくべきものとする。

### インターネット取引の増加と個人投資家層の拡大

東京・大阪・名古屋3市場の株式委託売買代金に占める個人の構成比をみると、平成10年が13.5%、平成11年が29.0%、平成12年が21.8%、平成13年が18.0%、平成14年が23.1%であり、平成15年前半では、22.7%となっている。

なお、ここ2年間における個人の株式売買拡大の中身を見ると、大半がインターネット取引の拡大によるものと推定され、かつ、インターネット取引に占める信用取引の割合が大幅に上昇している(図表1)。

(図表1) 株式インターネット取引の動向



(出所) 東京証券取引所及び日本証券業協会のデータより作成

さらに、個人の株式売買回転率(代金ベース)の推計値をみても、平成11年以降、かなり高水準(平成10年比2~3倍)で推移しており、投機色が強く、真に投資者(Investor)といえる個人投資家層の拡大に結びついたものとは考えにくい。

また、全国証券取引所が実施した平成14年度株式分布状況調査(平成15年6月発表)によれば、市場価格ベースでみた個人の株式保有比率は、過去最低を記録した平成11年(18.0%)から3年連続で上昇し20.6%となっているが、30%以上あった過去の水準実績に比べても、個人投資家の拡大という政策目標

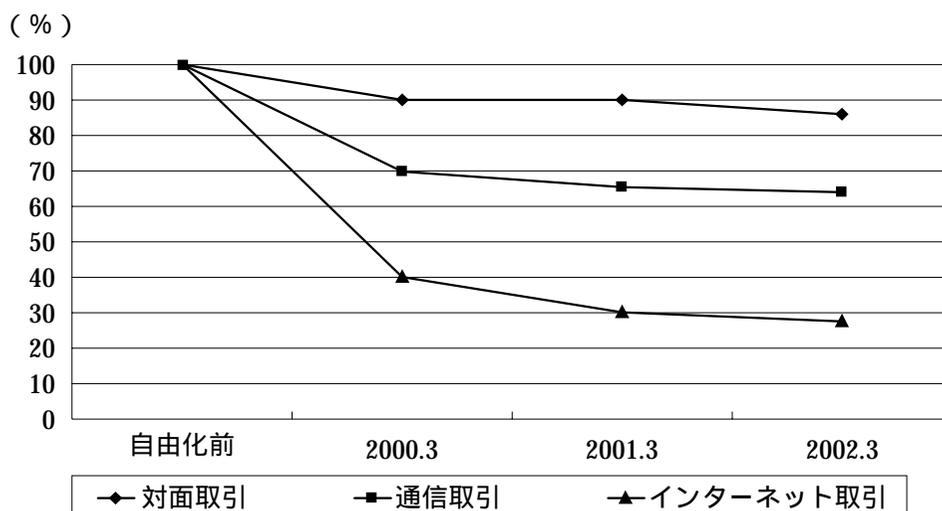
に照らしても、満足すべき水準にあるとは言い難い。

### 株式売買委託手数料の自由化とその成否

平成11年10月の株式売買委託手数料の完全自由化<sup>(注)</sup>から4年の歳月が流れたが、これにより、株式取引全般において大幅な手数料率の引下げが実現し、投資家の取引コスト軽減に寄与した。とくにインターネット取引における手数料率の低下が著しく、日本証券業協会の実態調査(第3回、平成14年1月時点)によれば、全体的に自由化前の水準の30%以下となっている(図表2)。

(注)株式売買委託手数料の自由化については、平成6年4月に10億円以上の大口取引が、平成10年4月に5,000万円超10億円未満の大口取引が各々段階的に自由化された。

(図表2) 株式売買委託手数料率の推移



(出所) 日本証券業協会による調査結果より単純化して作成

こうした大幅な手数料率の引下げは、手数料自由化後における企業間競争の結果であり、証券業者の収益性低下の大きな要因の一つにもなっている。

前記の実態調査によれば、ほぼ全ての調査対象会社が最低手数料を設定しており、前年との比較でこれを引き上げたとする業者があるなかで、その金額の最大値は、対面取引で1万円、インターネット取引で2,500円、その最小値は、対面取引で1,250円、インターネット取引で50円、その中央値は、対面取引で2,500円、インターネット取引で1,900~1,500円と各々なっている。

ちなみに、米国の場合、3年毎にS I A(全米証券業者協会)が実施してい

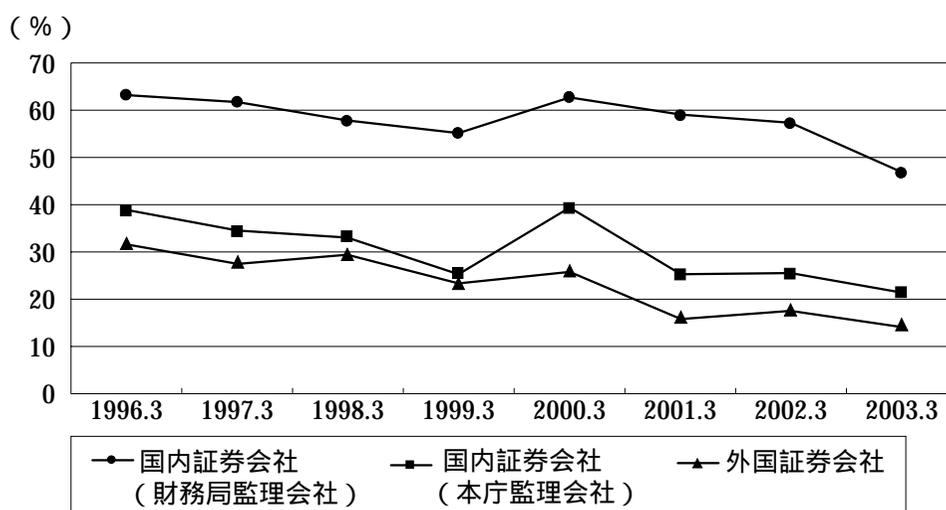
る実態調査（2001年時点）によれば、株式の最低手数料は、最大値で65ドル、最小値で1ドル、中央値で50ドルとなっている。

採算ラインを十分に踏まえて適正な価格設定がなされることが重要であり、顧客との総合的な取引関係を考慮した手数料の設定や手数料徴収形態の多様化（要素となるサービスの分解と価格付け）が対米比較において参考になるが、前者は、損失補てんや利益供与を禁じた証券取引法との関係で微妙な問題を内包している。また、取引価格の弾力化など取引一任勘定取引の範囲の見直しによるラップ・アカウントの普及と資産残高の拡大も、株式売買委託手数料の自由化を受けた証券業者の収益構造の改善という面で重要な課題である。

証券業者の創意工夫と経営努力によって、良質な情報・サービスの提供とアドバイザー機能の強化が図られ、これを受けて、これらの経済的価値に対する投資家の理解が深まり、株式売買委託手数料やアドバイザー・フィー等に関し市場原理に基づく適正な価格形成が実現してはじめて、この分野における市場改革が成功したものと評価しうることとなる。その時こそ、まさに市場改革の成果が市場の活性化に直結するものとする。

ちなみに、中小証券会社の収益構造は総じて委託手数料依存型であり、市場改革が推進されてきたこの7年間を通じて本質的な変化が生じているとは考えにくい（図表3）。また、大手証券や外資系証券の一部等において標榜された

（図表3）証券会社の収益構造～委託手数料比率の推移～



（出所）日本証券業協会「証券業報」により作成

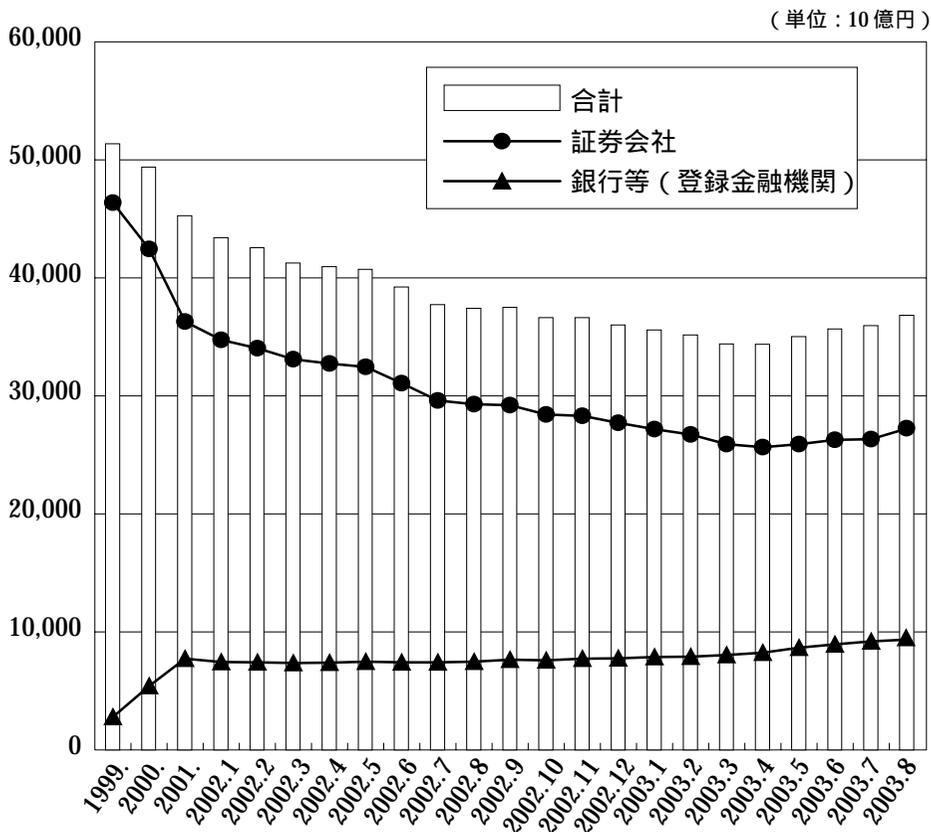
資産管理型営業も、理想と現実のギャップを埋めるべく更なる努力が必要と思われる。

### 投資信託の販路の拡大と市場の縮小

銀行等による投資信託の販売実績が業務の自由化に関する市場改革の成功例として指摘されているが、これを無条件に評価することは必ずしも適切とは言えない。公募投資信託の純資産残高でみた銀行等の販売シェアが平成11年末の5.4%から平成14年末の21.6%へ（300%増）と飛躍的に拡大している一方で、同時期における純資産総額でみた公募投資信託全体の市場規模は51兆円から36兆円へ（30%減）と、また、同じく個人金融資産に対する投資信託のシェアは2.6%から1.3%へ（50%減）と、各々大幅に縮小している（図表4）。

今回の市場改革において投資信託は市場型間接金融の担い手としてもその拡

（図表4）公募投資信託の販売体別純資産残高の状況



（出所）投資信託協会「投資信託」により作成

大が期待されていたが、現実には、縮小傾向にある市場での限られたパイの食い合いという姿になっている。この面における市場改革が成功したと評価されるためには、仲介業者によるより良質な商品・サービスの提供と専門家としての先見性の発揮が販売経路の拡充の前提条件として不可欠であり、これらの結合によって投資信託市場の拡大が実現してはじめて市場改革の成果としての正当な評価が下されることになる。

なお、株式投資信託の純資産残高の推移をみると、公募投資信託全体に比べて、5.2%から30.9%へ（494%増）と銀行等による販売シェアの飛躍的拡大がさらに著しいうえに、純資産総額でみた公募株式投信全体の市場規模も15.7兆円から16.4兆円へと拡大している（図表5）。これについては、銀行等が預金者のニーズを踏まえて元本確保型商品や運用面で株式組み入れ比率が相対的に低い株式投信など安全性を重視した商品を中心に販売した結果だという指摘もある。

### **販売経路の拡充とリスク商品取扱いに係る体制の整備**

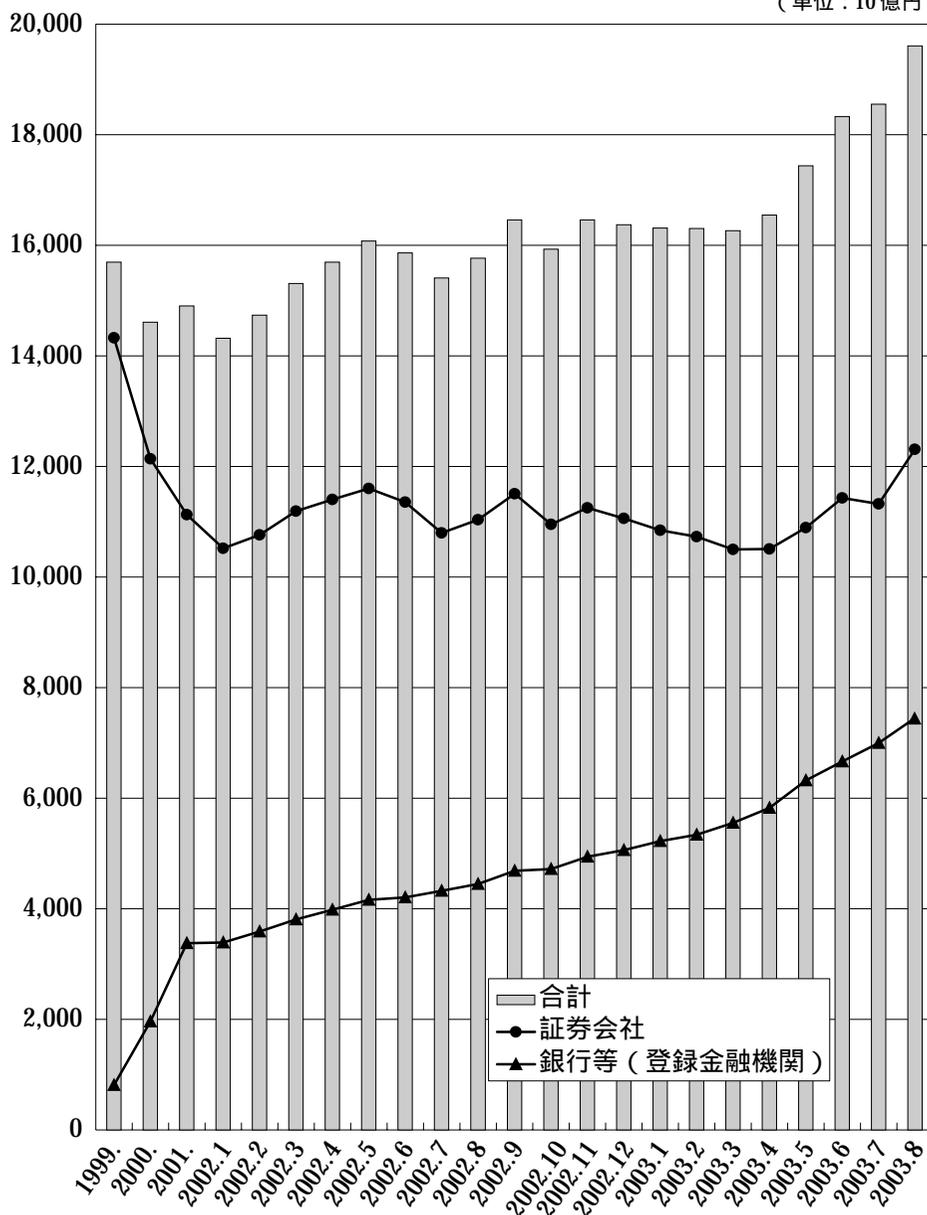
銀行と証券会社の共同店舗並びに証券仲介業制度の実現、郵便局による投信窓販問題の浮上などに伴い、金融機関、専門家、公的機関というイメージからもたらされる信頼感の向上と全国ベースでの販売網の飛躍的拡大による新たな投資家層及び販売員の参入によって、商品説明の不十分などリスク商品取扱いをめぐる様々なトラブルの増大が将来における問題として想定される。

証券取引法や金融商品販売法の厳正な適用や監視体制の増強に加えて、専門的な商品知識をもちリスク商品取扱いに習熟した販売要員の確保や個社ベースでのコンプライアンス部門の強化等実務面での早急な対応が不可欠である。

ちなみに、登録外務員の数を日米比較すると、平成14年12月末現在、我が国が72,069人（日本証券業協会）となっているのに対して、米国では、662,311人（NASD）となっている。後述する証券取引監視官の人数の格差とも合わせて、証券市場の大幅な拡大を実現するためのインフラ整備として現実的な対応が必要とされる。

(図表5) 株式投信(公募)の販売体別純資産残高の状況

(単位: 10億円)

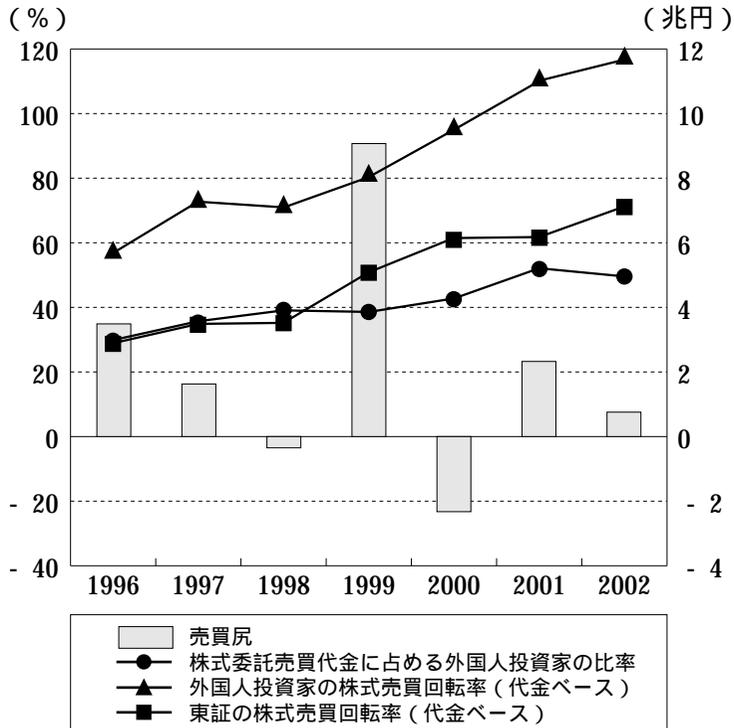


(出所) 投資信託協会「投資信託」により作成

### 国際的に利用される証券市場の実現と証券市場としての健全性

前掲の「平成14年度株式分布状況調査」によれば、全国上場会社の外国人(法人+個人)の持株比率は、平成15年3月末現在で16.5%に達し過去最高を記録している。また、東京・大阪・名古屋3市場の株式委託売買代金に占める外国人(同前)の構成比も、平成14年1年間で49.5%に達し、前年の51.8%に

( 図表 6 ) 外国人投資家の株式売買動向



( 出所 ) 東京証券取引所のデータ及びこれに基づく推計値より作成

続く高い水準となっている ( 図表 6 )。

その反面、東京証券取引所に上場されている外国会社は、平成15年8月末現在で32社に過ぎず、平成8年末に比べて35社の減少、平成3年12月 ( 過去最高記録 ) に比較して95社の減少と各々なっている。また、我が国に進出している外国証券会社も、平成15年9月17日現在で42社となり、最近のピーク時から17社程度減少している。

我が国の国債売買における外国投資家の動向や円建て外債 ( サムライ債 ) の発行状況等も勘案すると、我が国の証券市場は、外国投資家による資金運用という面に比べて、外国企業のエクイティによる資金調達や外国証券会社のビジネスチャンスという面で魅力に乏しいものとなっていると思われる。

本来の意味で「国際的に通用する証券市場」を実現するためには、制度面・システム面でのインフラ整備もさることながら、我が国の証券市場そのものが、外国投資家によって一方的に「利用」されるだけでなく、国内投資家や発行会社によって積極的に「活用」される健全な状態に立ち返る必要がある。この

面でも、家計の金融資産選択や機関投資家の運用姿勢など国内における市場参加者の成熟度や先導役としての仲介業者の機能発揮が問題点として浮かび上がる。

### 一極集中ないし独占化・寡占化と公正性・透明性の確保等

厳しい経済環境の下での市場改革と競争促進は、熾烈な企業間競争の結果として、金融・証券システムの一定分野における一極集中ないし独占化・寡占化に帰着する可能性がある（言わば、「自由化の罨」と呼ぶべき現象）。

これについては、安定性・効率性の向上や国際競争力の強化という観点からは、市場改革の方向に沿うものであり、市場利用者の利便性向上につながるものであっても、市場の公正性・透明性の確保という観点や市場運営における競争促進という観点からは、これを一つの問題点として認識すべきものと考えらる。

特に、市場の運営については、グローバル化と情報技術革新への対応や流動性の向上が重要課題であるが、平成14年12月の金融審議会第一部会報告においても、次のような指摘がなされている。

取引所については、「我が国の投資家や資金調達者が市場の持つポテンシャルと利便性を十分に享受できるようにするとともに、我が国の取引所が金融証券取引のグローバル化に伴う市場間競争に適切に対応できるようにしていく必要がある」。

我が国の取引所がグローバルな市場間競争に適切に対応し積極的な海外展開を行うことが可能となる法的な枠組みが整備されつつあるが、「その際、取引所が市場のインフラとしての高い公共性を有するものであることから、公正性・中立性・信頼性の確保、投資家保護、不公正取引の防止等に配慮した制度とする必要がある」。

「我が国証券市場がグローバルな競争力を確保していくためには、国内においても市場間の競争を通じて、市場の効率性、利便性の向上を図っていくことが重要であることは言うまでもない。このため、取引所市場のあり方のみ

ならず、店頭登録市場や取引所外市場のあり方を含めた国内市場全体の制度整備も必要であり、今後、取引所市場・店頭登録市場・私設取引システム（PTS）の位置付けの見直しや取引所取引原則の見直し、最良執行のあり方、市場開設者のあり方等の課題についても、更に検討を行っていくことが必要である」。

このように、国内市場全体のあり方については、今後さらに検討を行っていくこととなっており、金融審議会第一部会「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」等における検討状況を見守りたい。

### **国際基準への適合と日本型システムの再構築**

国際的に通用する証券市場の構築が今回の市場改革において大きな目標の一つになっている。コーポレート・ガバナンス、会計制度、監査制度、証券決済システムなど制度面・市場面のインフラ整備や証券規制・監督といった国際基準への対応状況をみると、証券決済システムの改善や会計制度など国際比較で遅れている分野あるいは国際基準への対応という面で我が国が取り残される可能性のある分野があることも否定できない（資料1）。

一方、市場規制をはじめ、国際基準への適合という面で一定のレベルに達したものと評価すべき分野もある。ただ、このような分野においても、改善に向けた実務面での更なる努力と創意工夫によって、現在よりも一段と使い勝手の良いものへとシステムのレベル・アップを図っていく必要がある。企業開示制度や内部者取引規制などは歴史を積み重ねながら実務面でも成熟しつつあり、我が国の証券制度としても定着してきたものと考えられる。いかなる制度であっても、歴史の浅さに実務サイドでの対応の遅れや関係者の過剰反応が加わり、立ち上がりにおいて相当窮屈な運営がなされるケースが多く、改善のための不断の努力が必要である。

市場改革の国際的性格という面でも、国際基準への適合が達成されたというだけで我が国の市場改革が成功したものと評価するのは適切とは思われない。自由化と公正性が調和し、国際性と日本的特性が調和して市場関係者にとって

真に使い勝手の良い金融・証券システムが確立したときこそ、市場・システムのグローバル化が市場の活性化に直結し、我が国の市場改革が「グローバル」という政策理念の面でも成功したと評価できることとなる。

この点、我が国の改正商法等に基づくコーポレート・ガバナンス強化の動きや、これと米国の企業改革法との調整問題などは、国際基準への適合性を充足しつつ、日本型システムの再構築を図るための試金石と考えられる。

# 第1 ここ一両年の枠組み整備

## 1. 証券市場の改革促進と行政機構の体制強化

### (1) 証券市場の改革促進プログラム

平成14年8月、金融庁は、同年6月に閣議決定された「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2002」を受けて、「証券市場の改革促進プログラム」を公表した。これは、平成13年8月に公表された「証券市場の構造改革プログラム」に続く第二弾である。「証券市場の構造改革プログラム」が個人投資家の積極的な市場参加のための環境整備を図るという観点から証券市場の構造改革に関する当面の課題への対応を着実に実施するというものであったのに対し、「証券市場の改革促進プログラム」は「証券市場を幅広い投資家の参加する真に厚みのあるものとし、市場機能を中核とした我が国金融システムの中心を担うものとしていくため、発行体である企業、市場仲介者、市場開設者、投資家に関する制度の改革について、包括的な取組みを迅速に実施する」というものである。

この「証券市場の改革促進プログラム」には、「誰もが投資しやすい市場の整備～多様な投資家の幅広い市場参加の促進～」、「投資家の信頼が得られる市場の確立～市場の公正性・透明性の確保～」、「効率的で競争力ある市場の構築～市場の安定性・効率性の向上～」という三つの柱があり、次の通り、広範多岐にわたって具体的施策が盛り込まれた。

#### **「誰もが投資しやすい市場の整備」に係る具体的施策**

証券会社を通じた市場参加の促進を図るため、最低資本金の引下げ・主要株主ルールの導入、販売代理店制度（正式には、「証券仲介業制度」）の導入、

信頼性の向上に向けた業務のあり方の検証、取引価格の弾力化など取引一任勘定取引の範囲の見直し、少額で堅実な証券投資（累投・ミニ株・ETF）の促進、投資信託の周知・普及のためのイベント開催等の要請、株式の投資単位引下げの要請

銀行等における有価証券の販売を図るため、銀行と証券会社の共同店舗の実現、銀行等の有価証券売買の書面取次ぎ業務の円滑化

信頼される投資信託・投資顧問サービスの確立を図るため、最低資本金の引下げ・主要株主ルールの導入、信頼性の向上に向けた業務のあり方の検証、運用結果に対する説明責任・運用体制のあり方の検討要請、運用結果に係る開示ルールの強化など投資信託のディスクロージャーの充実、わかりやすい投資信託の目論見書の実現

投資知識の普及・情報の提供を図るため、金融庁ホームページの拡充、学校における金融・証券教育の促進要請等、金融・証券関係団体やNPO等との連携強化の検討要請

投資家の積極的な参加を促進する証券税制の実現を図るため、証券税制のあり方について中長期的観点からの検討、税制改正要望の実施

### **「投資家の信頼が得られる市場の確立」に係る具体的施策**

監視体制の強化等を図るため、証券取引等監視委員会の体制・機能の強化、証券市場行政関係部署の連携強化

会計・監査の充実・強化を図るため、米国の不正会計事件を踏まえ監査法人等に対する監督の強化、公認会計士のあり方の見直し、ストック・オプションの会計処理基準の作成

市場における公正な取引の確保を図るため、信用取引に係る価格ルールの導入、店頭登録市場における顧客注文の最良執行の義務付け、機関投資家の受託者責任の実効性の検証（事務ガイドラインや検査マニュアル見直し等）、証券アナリストのあり方についての検討と自主ルールの見直し、外務員のコンプライアンスの強化、インターネットによるタイムリー・ディスクロージャーの促進、金融商品販売法の周知徹底と施行状況の調査・点検、紛争処理手続の充実

ディスクロージャーの充実・合理化を図るため、有価証券報告書に係る「リスク情報」等の開示の充実、「四半期財務・業績情報」の開示の実務要領の整備、タイムリー・ディスクロージャーの適正性の確保、一定の有価証券届出書について効力発生期間の短縮、強制公開買付規制の適用除外要件の拡大

コーポレート・ガバナンス（企業統治）の強化を図るため、決算短信における企業の「ガバナンス関連情報」の充実と開示の義務化、有価証券報告書について「ガバナンス関連情報」等の開示の充実、上場企業等のコーポレート・ガバナンスへの実効的な取組みについて具体策の検討、投資家の議決権行使に向けた上場企業の環境整備の促進、上場企業の議決権の代理行使の勧誘に関する手続の整備

### **「効率的で競争力のある市場の構築」に係る具体的施策**

世界に目を向けた中長期的な市場のあり方を検討するため、国内取引所の海外展開、内外取引所の連携・統合等について具体案の提言

市場の整備を図るため、上場廃止基準の厳格化（債務超過に係る基準の厳格化、時価総額に係る基準の新設等）、クロスボーダー取引のための端末設置行為に係る規定の整備、共通化が可能な国内市場間のルールの整備、公社債流通市場の流動性及び価格の公正性・透明性の向上、未公開企業の株式売買を可能とする「気配公表銘柄制度」（いわゆる「グリーンシート市場」）のあ

り方の検討、私募債市場に参加する適格機関投資家の範囲の拡大、エクイティ関連商品に係る私募の取扱いの検討

証券決済システムの整備を図るため、証券決済システム改革法において導入された社債等振替制度及び清算機関制度の政省令の策定等による円滑な実施、株式を含めた統一的な証券決済制度の完成及び有価証券の無券面化の早期実現

証券化・流動化の促進を図るため、住宅ローン証券化市場の育成、資産流動化スキームの利便性の向上、銀行等の貸出債権の証券化を促進するための環境整備

以上の「証券市場の改革促進プログラム」を受けて、金融審議会等における検討、関係法令等の整備、体制の強化等が平成14年8月以降現在に至るまでスピーディーに進められ、プログラムに盛り込まれた具体的施策が着々と実現している。

## (2) 金融審議会の動向

### 中期ビジョンの策定と具体等の検討

平成13年10月に金融担当大臣の私的懇話会として「日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会」が設けられ、平成14年7月12日、報告書「金融システムと行政の将来ビジョン」が公表された。また、平成14年6月には、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2002」が閣議決定され、そのなかで、金融庁において中期ビジョンを早急にとりまとめることとされた。

このような動きを踏まえ、平成14年7月31日に開催された金融審議会の総会において、金融担当大臣から、我が国金融システムの中期ビジョンについての答申とりまとめの要請があった。

これを受けて、金融審議会は、我が国金融システムの中期ビジョンに関する

スタディグループ（蠟山昌一委員）を設けるとともに、総会・金融分科会合同会合を開催し、我が国金融システムの中期ビジョンについて議論を行い、平成14年9月30日、金融審議会答申「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」を公表した。

この将来ビジョンでは、「我が国の金融システムを、産業金融モデル（＝貸出先企業との長期的なリレーションシップを前提とした銀行中心の預金・貸出による資金仲介）も存続するが、市場金融モデル（＝価格メカニズムが機能する市場を通ずる資金仲介）の役割がより重要になるという意味で、市場機能を中核とする複線的金融システムへと再構築すること」の必要性がメインテーマとして強調されるとともに、「これまで金融システム改革をはじめとする制度改革が実施され、貸出債権の証券化等の動きも始まっているが、現状、家計の金融資産の構成や企業の資金調達方法の状況を見ても、我が国の金融システムは未だ市場機能を中核とする複線的金融システムという姿には至っていない。複線的金融システムへの再構築に向けて、行政のみならず、金融仲介機関をはじめ広く金融に携わる関係者による継続的な努力が必要である」という現状認識が示されている。

さらに、この答申では、銀行、証券会社、保険会社、投資信託など資金の供給者と需要者の間に立って資金仲介に携わる「金融仲介機関によるビジネスモデルの転換が進み、証券市場の改革促進によって市場取引への信頼性等が確保されれば、複線的金融システムへの転換が進んでいく」ものとしたうえで、公的金融の改革や金融商品に関する税制措置など複線的金融システムの早期構築に向けた施策への行政当局による積極的な取組みが必要であるという指摘がなされている。例えば、「貸出債権市場について、民間のイニシアティブによる市場の成長を待つだけでなく、政策金融機関の改革に際して貸出債権市場の拡大を支援する方策も併せて講ずること」や、税制について、金融商品に対する課税を「簡素で投資家の立場から分かりやすいものにする」ことや「リスクのある金融商品を優遇する方向で課税のあり方を検討してこと」が提言されている。

また、この答申では、「証券市場については、金融システム改革等により、委託手数料の大幅な低下など、市場における競争促進について一定の成果が現れてきている。しかしながら、実体経済の低迷があるとはいえ、証券市場は依

然として活力に乏しく、市場金融モデルを役割が重要となる新たな金融システムを担うには十分なものとはなっていない」という現状認識のもとに、金融庁が8月に公表した「証券市場の改革促進プログラム」について、これに盛り込まれた具体的施策を「スピード感をもって、着実に実施していくことが必要である」とし、中期的に展望した将来ビジョンという側面から、これをバックアップしている。

そして、本答申では、「証券市場の改革促進等に向けた取組み」として、「市場の公正性・透明性の確保～市場に対する信頼性の確保」、「市場の安定性・効率性の向上」、「国民の幅広い市場への参加の促進」という三つの柱に分けて、「証券市場の改革促進プログラム」と同じ具体的施策が列挙されている。

一方、金融審議会は、平成14年9月9日の総会において、「証券市場の改革促進プログラム」に盛り込まれた制度改正を伴う事項について、第一部会及び公認会計士制度部会において、幅広い観点から、具体的な議論を行うこととした。

これを踏まえ、第一部会は、「市場仲介者のあり方に関するワーキング・グループ」、「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」の設置及び「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」の再開を決定した。

また、公認会計士制度部会は、「監査制度ワーキング・グループ」並びに「試験制度ワーキング・グループ」の設置を決定した。

その後、各ワーキング・グループ、合同会議、各部会（合同会合を含む。）の会合が開催され議論が積み重ねられ、平成14年12月16日に金融審議会第一部会報告「証券市場の改革促進」が、同年12月17日に同公認会計士制度部会報告「公認会計士制度の充実・強化」が、各々公表された。

## **金融審議会第一部会報告「証券市場の改革促進」の概要**

（市場仲介者に関する制度整備）

参入促進の観点から、証券会社、投資信託委託業者、認可投資顧問業者の最低資本金を1億円から5千万円程度に引き下げること

証券会社、投資信託委託業者、認可投資顧問業者に対する国民からの一層の信頼確保を図る観点から、経営に実質的に影響力を有する主要株主（原則として20%以上の議決権保有者）について、適格性を確認する制度を導入すること

投資家の市場アクセスの拡充を図るため、証券代理店制度（仮称）を導入すること（登録制度の導入、取引勧誘者に係る資質要件、契約先証券会社の損害賠償責任の明確化）

証券投資の販売チャネルの拡充・多様化を図る観点から、協同組織金融機関による有価証券売買の書面取次ぎの解禁、証券会社による投資一任業務等の兼業に係る規制の適正化、信託銀行による投資一任業務の解禁

（ディスクロージャーに関する制度整備）

信頼される市場の確立に向けて、「ガバナンス関連情報」（内部統制システム、リスク管理体制、役員報酬等）、「リスク情報」（特定の取引先への依存、重要な訴訟事件の発生等）及び「経営者による財務・経営成績の分析（MD & A）」（経営成績に重要な影響を与える要因についての分析等）についての開示を充実すること

また、有価証券報告書等の記載内容の適正性に関する代表取締役の確認を行うことも容認する制度とすること

企業による事業資金調達の手続きの円滑化の観点から、適格機関投資家の範囲の拡大、エクイティ関連商品に係る適格機関投資家私募（プロ私募）の適用等の私募制度の見直しを行うとともに、事業再編の迅速化の観点から、公開買付規制の適用除外要件の拡大及び新設された持株会社の発行登録制度利用適格要件の緩和を行うこと

手続の迅速化の観点から、組込方式の有価証券届出書についての効力発生期間の短縮及び電子開示システム（EDINET）により提出される訂正発行登録書に係る発行登録の効力停止期間の短縮を図り、また、手続の簡素化の観点から、有価証券報告書の提出免除要件の拡大及び未上場・未登録外国会社の発行登録制度利用適格要件の拡大を図ること

## 目論見書の改善と四半期開示の充実について今後検討していくこと

### (取引所に関する制度整備)

海外取引所端末の国内設置に関する今後のニーズ拡大の可能性も踏まえ、国内投資家保護の観点から、本国において適切な規制・監督を受けており、自主規制機能が十分に整備されていると認められる海外取引所については、内外当局間で必要な情報交換が可能となる体制の整備を前提として、取引量などについて継続的な報告を行うなどの最小限のモニタリング・ルールを課した上で、有価証券市場の開設に係る免許手続を要せずに、国内への端末設置を認める手続きを整備すること

我が国の取引所市場の流動性の向上と国際競争力の強化を図る観点から、国内に支店を設置しない海外の証券業者について、内外当局間での情報交換取決め(MOU等)が結ばれていること、内外取引所間での情報提供等の協調の枠組みが整備されていること、国内に代表者を置くことなどを要件として、我が国取引所市場への直接参加を認めるとともに、これらの証券業者について一定のモニタリング措置により不公正取引の防止を図る仕組みとすること取引所の国際競争力の確保を図る観点から取引所間の資本提携を可能とするため、株主ルールを見直し、取引所の総株主の議決権の5%超の取得・保有が一律に禁止されている規制を廃止して、過半数の議決権の取得・保有を禁止するとともに、経営に実質的な影響力を有する主要株主(原則として20%以上の議決権保有者)について、行政による認可を通じて不適格なものをチェックする等、保有割合に応じてチェックを行う仕組みとすること

持株会社形態による取引所間の統合を可能とするため、取引所持株会社については、取引所の発行株式の全てを取得・保有することができるようにするとともに、株主ルールも含めて取引所と同様に当局の規制・監督の対象とすること

取引所の財務の健全性の確保や取引所の運営の公正性の確保等の観点から、取引所持株会社及び取引所の子会社については、取引所に認められている業務とそれに関連する業務に限ること

## 同公認会計士制度部会報告「公認会計士監査制度の充実・強化」の概要

### (公認会計士監査の意義とあり方)

監査の目的を果たし、公認会計士の公益上の使命と職責を全うし、担保する制度として公認会計士法を改めて位置づけるとともに、この本旨を法制度上明らかにすること

公認会計士監査制度が担っている公益性の観点から、監査証明業務（いわゆる証券取引法監査、商法特例法監査などの法定監査、それらと同レベルの保証を目的とする任意監査）については、独占業務として位置づけること  
監査証明業務以外の業務については、監査証明業務に支障のない範囲に限って認めることとする

レビュー業務については、今後の実務における定着を踏まえ、法制度上の位置づけなどを検討していくこと

### (コーポレート・ガバナンスと監査)

コーポレート・ガバナンスの充実・強化という観点からも、「外部監査」と言われる監査人がその使命と職責を的確に果たすことが求められるとともに、企業経営者の意識改革を促し、監査人の役割についての社会的な認識を広く深めていくための具体的な方策について、公認会計士協会、経済界、証券取引所など関係者の積極的な取組みが期待されること

コーポレート・ガバナンスの充実・強化の観点から、外部監査人が監査の過程で得た情報を被監査企業の経営者及び監査役（監査委員会）へ報告するなどの相互連携の強化について、さらに積極的に取り組んでいくこと

市場の機能が十分に発揮されるようにするという観点から、例えば、証券取引所については、上場に際して企業の内部統制などの状況を審査する機能に関しては、上場後においても一層の充実を図るなど、今後とも、公開会社のコーポレート・ガバナンスの実効性の向上のための積極的な取組みが期待されること

## ( 監査人の独立性の強化 )

監査人の独立性を強化し、監査人としての責務を全うするための制度的手当が必要であるとの観点から、公認会計士と監査法人には独立性の保持の責務があることを法制度上明確化するとともに、独立性の要件を厳格化すること

また、法令上の措置と併せて、「自主規制」の強化も求められること（公認会計士協会をはじめとする関係者の一層の取組みが期待されること）

被監査企業からの独立性を確保するためには、経営判断に関与すること及び自己が作成した財務諸表を自ら監査することを監査の事前にも事後にも回避することが必要であるとの観点から、一定の非監査証明業務については、監査証明業務との同時提供を禁止すること

禁止業務に該当しない非監査証明業務については、当該非監査証明業務の提供が独立性を損なわない旨及びその理由の開示などを条件に認めること

また、子会社などを通じた非監査証明業務の提供についても、監査人の独立性の保持を確実なものとするため、これを規制すること

監査法人における関与社員による継続的監査の制限については、審査担当社員も含め、一定期間（例えば7年又は5年）ごとの交替を法定化すること

その際、独立性の保持を確実なものとするため、一定期間（例えば2年）以上のインターバルを設けること

また、共同監査など公認会計士個人が監査証明業務に従事する場合においても、一定期間（例えば7年又は5年）ごとの交替など継続的監査を法制度上制限するなどの措置を講じること

いわゆる大手監査法人による寡占化のもとでの導入は、監査の実効性などに支障を生じる恐れが避けられず、このような点についての検証が必要であることから、監査法人自身の継続的監査の制限の導入の適否については、引き続き検討すること

監査法人において監査証明に関与した社員が被監査企業の幹部に就任しようとする場合、当該監査法人については、監査証明を行った事業年度の翌事業年度に当該被監査企業に監査証明業務を提供することを禁止するとともに、

当該関与社員については、監査証明を行った事業年度の翌事業年度に当該被監査企業の幹部に就任することを禁止することを法制度上明確化すること

(公認会計士の資質の向上と公認会計士試験制度のあり方)

公認会計士が監査証明業務を的確に行うためには、資格取得後も、その専門的能力と幅広い識見を維持・向上させていくことが重要であるとの観点から、公認会計士の登録については、法制度上、一定の有効期間を設けるとともに、引き続き登録する場合には、登録の更新を必要とする「更新制度」を導入する方向で検討すること

ただし、その導入に当たっては、平成14年4月から導入された公認会計士協会の「自主規制」による「継続的専門研修」の義務づけの効果を適切に評価すること

また、併せて、法制度上、「継続的専門研修」の受講を義務づけるとともに、当該受講を「更新制度」における要件の一つとする方向で検討すること

公認会計士試験制度の見直しの具体的な方策として、現行、「3段階・5回」となっている試験体系を「1段階・2回」(短答式及び論文式試験)とするなど試験体系の大幅な簡素化、試験科目の見直し、科目合格制の導入、試験免除の拡大など、国際会計士連盟(IFAC)をはじめとする国際的な動向にも配慮するとともに、実務に係る経済界の適切な協力も得て、資質を確保しつつ、受験者の負担を軽減するべく、試験制度の見直しを行うこと

一定の厳格な要件の下で、専門資格者、企業などにおける実務経験を通じて専門資格者と同等の能力を有すると認められる者などに対する試験科目の一部免除などを導入すること

公認会計士試験の合格者については、実務経験などの一定の要件を満たすことによって公認会計士となる資格を有することとなり、その後の登録を経て「公認会計士」の名称をもって監査証明業務をはじめとする業務を行うことができることとする

登録については、有効期間を設け、引き続き登録を更新する際の要件として、公認会計士協会による「継続的専門研修」の受講を位置づけること

公認会計士試験制度を管理し運営していく立場にある行政としては、将来輩出され、我が国の経済社会を支える公認会計士の規模について、一定の目標と見通しを有すること（例えば、平成30年ごろまでに公認会計士の総数が5万人程度の規模となることを見込み、年間2,000名から3,000名が新たな試験合格者となることを目指しつつ、公認会計士試験制度の見直しと運営を行うこと）

#### （監査法人のあり方）

監査法人は、一義的に、監査証明業務を行う組織として位置づけられ、非監査証明業務については、監査証明業務に支障のない範囲で認めることとすること

自己責任の原則の観点から、関与社員の責任の所在を明確にするとともに、非関与社員の責任を限定すること（例えば、弁護士法人における「指定社員制度」をモデルにして、同様の制度を導入すること）

非関与社員の第三者に対する責任限定を認める場合には、損害賠償請求などの担保となるべき監査法人の財務についての内容を明らかにするとの観点から、監査法人の財務内容について、公認会計士協会に備置させるなど公開を義務づける方向で検討すること

上場企業など一定の要件を満たす企業については、監査を組織的に有効かつ適切に行うことが望ましく、かつ、公認会計士単独による監査には限界が生じざるを得ないと考えられことから、これらの企業に対する公認会計士単独による監査を法制度上制限すること

現行の広告規制を廃止するとともに、誇大広告などの禁止については公認会計士協会の「自主規制」によって対応すること

公認会計士協会の会則記載事項としての標準監査報酬規程を廃止すること（その場合、公認会計士協会による独占禁止法の観点にも留意した対応、監査報酬の公開などにより、新規の業務の委嘱者の利便に配慮した措置を具体化すること）

資金洗浄（マネー・ロンダリング）が疑われる行為についての届出義務など

の一定の場合を明らかにしつつ、それらの場合においては守秘義務が解除されることを法制度上明確化すること

監査報酬などの公開を義務づける方向で検討すること

#### ( 監視・監督の充実・強化 )

「自主規制」の機関としての公認会計士協会による監査の質の確保と実効性の向上のための取組みが一層重要であり、引き続き適切な役割を十分に果たしていくためには、その「自治統制機能」が発揮されていく必要があり、公認会計士協会に係る強制入会制度は引き続き維持すること

「品質管理レビュー」については、国際的な動向も踏まえつつ、公平性・中立性・有効性の一層の向上を図り、ひいては「自主規制」の実効性を高めるべく、公認会計士協会から独立した行政によるモニタリングを制度的に導入すること（その際、その担い手として、例えば一案として、公認会計士審査会を活用すること）

公認会計士監査制度における行政のあり方については、行政処分の多様化・強化罰則の見直しとともに、公益上又は投資家保護のため必要かつ適切であると認められる場合には懲戒処分を前提とすることなく行政が調査・検査を行い得るなど所要の整備を図る方向で検討すること

また、公認会計士協会の「品質管理レビュー」に対する行政によるモニタリングの措置に加え、モニタリングの実効性を制度的に担保する目的で、公認会計士協会に対して事務の改善を命じることができる権能など所要の整備を図る方向で検討すること

#### ( 3 ) 行政機構の体制強化

投資家の信頼が得られる市場の確立という観点から市場監視体制の強化等を図る具体的施策として、証券取引等監視委員会の人員を含めた体制・機能の強化と証券市場行政関係部署の連携強化が進められた。

## 証券取引等監視委員会の体制・機能の強化

証券取引等監視委員会の定員は、平成14年度の61名の増員に引き続き、平成15年度も37名の増員が認められ、平成14年3月末時点の122名から、平成15年3月末時点で182名、平成16年3月末時点で217名と急速に増加しており、平成16年度における45名の増員要求とも相俟って、着実に人員の増強が実現している。

ただ、米国のSECの人員数（増員後）に比較すると、財務局等の証券取引等監視官部門の定員（199名）を合わせても、その10分の1程度というのが現状であり、市場改革の推進と証券市場の拡大を図るという観点からは、証券市場の動向をにらみつつ、今後とも更なる人員の増強が必要であろう。

また、証券取引等監視委員会は、的確な市場監視と職員の専門性向上を図るため、平成12年以降、デリバティブや有価証券のディーリング・トレーディング業務などに精通した者や弁護士・公認会計士等の民間専門家の採用を実施しているが、平成14年7月から平成15年6月にかけて合計20名を採用し、平成15年6月末現在で46名に達している。ただ、この面でも、今後、更なる人員の増強が必要になってこよう。

さらに、平成14年10月に委員長補佐官が設置され、大手証券会社副社長経験者が任命されたことも体制・機能の強化の一環とされる。

## 証券市場行政関係部署の連携強化

「金融仲介システムが多様化・複雑化していくなかで、市場機能を中核とした金融システムへの移行に的確に対応していく観点から、機能別の行政組織を基本としつつ、証券市場行政を担当する部署間の連携を一層強化する」ため、平成14年8月、証券市場行政総括官が設置されるとともに、金融庁証券市場行政連絡会議が設置された。

証券市場行政総括官は、証券市場行政全体を総括するとともに、金融庁証券市場行政連絡会議を主催し、証券市場行政についての情報交換・連絡・調整を推進することとされた。

なお、本連絡会議の構成員は、証券市場行政総括官（座長）、総務企画局参

事官（監督局証券課担当）、同総務課長、同政策課長、同国際課長、同企画課長、同市場課長、同企業開示参事官、検査局総務課長、監督局証券課長、証券取引等監視委員会事務局総務検査課長（オブザーバー）であり、このほか、関係室長・企画官が適宜参加することになっている。

## ２．証券市場に関連する法律整備の概要

平成14年以降の証券市場に関連する立法動向を整理すると、概ね次の通りである。

平成14年4月には、「短期社債等の振替に関する法律」と「株券等の保管及び振替に関する法律の一部を改正する法律」が施行されたが、いずれも、使い勝手が良く国際競争力のある証券決済システムの構築をめざすものである。前者は、短期社債等の流通の円滑化を図るため、短期社債等の振替を行う振替機関及び短期社債等の発行、譲渡等に関し必要な事項を定め、後者は、証券決済制度をより安全で効率性の高いものにしてゆく観点から、保管振替機関の組織形態について、資金調達方法の多様化、業務の効率化等を実現するため、現行の公益法人形態を株式会社形態に改めることとする等、所要の措置を講じている。

平成15年1月には、「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律」が施行され、社債、国債等について、券面を必要としない新たな振替制度の整備、より効率的な清算を可能とする清算機関制度の整備を行う等、決済の迅速化、確実化をはじめとする証券市場の整備のため必要な措置が講じられた。

（注）この法律により、「短期社債の振替に関する法律」の題名は「社債等の振替に関する法律」に改められた。

また平成15年1月には、「金融機関等による顧客等の本人確認等に関する

法律」が施行され、テロ資金供与防止条約の要請を踏まえ、従来、銀行、証券会社、保険会社等が、業界の自主ガイドライン等により行っていた顧客の本人確認及び記録の保存を、法律上の義務として位置づけ、内容の明確化及び充実が図られた。

平成15年5月には、「証券取引法等の一部を改正する法律」が成立し、一部を除き、平成16年4月から施行される。これは、内外の金融情勢の変化に対応し、証券市場の構造改革を促進する必要性にかんがみ、有価証券の販売経路の拡充・多様化に資する証券仲介業制度を創設するとともに、証券会社等についてその信頼性の向上の観点から株主に関する制度の整備を行うほか、我が国取引所について国際競争力の強化と取引の流動性の向上を図る観点から持株会社制度及び外国の取引参加者が国内に支店を設けることなく取引所取引に参加できる制度の整備を行う等、必要な措置が講じられたものである。

また平成15年5月には、「公認会計士法の一部を改正する法律」が成立して、試験制度の見直しに係る部分を除き、平成16年4月から施行される。これは、証券市場の公正性及び透明性を確保し、投資者の信頼が得られる市場を確立する等の観点から、公認会計士監査の充実及び強化を図るため、監査証明業務と非監査証明業務の同時提供及び公認会計士の継続的監査の制限等公認会計士及び監査法人の独立性の強化、公認会計士及び監査法人に対する調査権の拡充並びに公認会計士・監査審査会による監視制度の導入等監視監督機能の充実及び強化、試験体系の簡素化、試験の一部免除の拡充等公認会計士試験制度の見直し等、必要な措置が講じられたものである。

### 3．証券市場に関連する政省令整備の概要

前記の証券市場に関連する法律改正に伴う政省令の整備のほか、「証券市場の改革促進プログラム」等を受けた政省令ベースでの制度改正のうち、重複を避けつつ、重要と思われるものを整理すれば、概ね次の通り。

平成13年12月、金融庁は「空売りへの総合的な取組みについて」を策定・公表し、空売り規制や市場関係者に係るルールの見直しを行ったが、その主な内容は、a)市場における取引の透明性向上及び「市場への注意喚起」、b)制度信用取引における株券調達コストの見直し、c)空売りの価格規制の見直しである。市場における取引の透明性向上という観点から、信用取引についても明示確認義務の適用対象とするための「有価証券の空売りに関する内閣府令」の改正が行われ、平成14年2月に施行されるとともに、市場への注意喚起の機動的発動という観点から、証券金融会社における貸株利用に関する注意喚起基準の見直し及び取引所等における日々公表銘柄指定基準の見直しが行われた。

また、制度信用取引における株券調達コストの見直しという観点から、平成14年2月に注意喚起銘柄(貸株超過銘柄)に係る最低品貸料率(1株5銭)が、同年5月に貸借取引貸株料(年0.40%)が各々証券金融会社において導入された。さらに、空売りの価格規制の見直しという観点から、従来、直近公表価格未満の価格での空売りが禁止されていたのを、価格が下落局面にある場合には直近公表価格以下での空売りを禁止することとするため、証券取引法施行令の改正が行われ、平成14年3月に施行された。

平成14年9月、信用取引に係る価格ルールの導入に伴う「有価証券の空売りに関する内閣府令」の改正が公布・施行された。これは、「信用取引(証券会社が顧客に信用を供与して行う有価証券の売買その他の取引)」及び「証券取引所の会員等及び証券業協会の協会員が自己の計算による空売りを行う取引のうち、証券金融会社から証券取引所又は証券業協会の決済機構を利用して借り入れた有価証券をもって決済する取引」に空売りの価格ルール(価格の下降局面における直近公表価格以下での空売りの禁止)を導入するとともに、従来から適用除外とされているものとの関係や米国における取扱い等を踏まえ、一定の種類の取引(個人投資家等を行う信用取引、顧客の実需を背景とした売付け、裁定・ヘッジ取引、つなぎ売り、その他証券取引の円滑な流通の確保のために必要な取引)について、新たに空売りの価格ルールの適用除外とするものである。

「証券市場の改革促進プログラム」において、「誰もが投資しやすい市場の整備」の一環として、「銀行と証券会社の共同店舗」が盛り込まれたことを受けて、「証券会社の行為規制等に関する内閣府令」等が改正され、平成14年9月に公布・施行された。これは、当該内閣府令の親子関係にある銀行等との店舗の共用制限に係る規定を削除するとともに、親子関係の有無にかかわらず、銀行等と店舗を共有する際の誤認防止の観点から、「銀行等と証券会社の共同店舗において適切な誤認防止措置」が講じられていない場合」が証券取引法43条2号に規定する「業務の状況が公益に反し、又は投資家保護に支障を生じるおそれのあるもの」に該当することを明確化したものである（資料2、資料3 - ）。

同じく「証券市場の改革促進プログラム」に銀行窓口における株式や社債などの書面取次ぎ業務の円滑化が盛り込まれたことを受けて、当該業務を規定する証券取引法65条1項但し書の解釈を明確にするために、事務ガイドラインが改正され、平成14年9月に実施された（資料3 - ）。

同じく「証券市場の改革促進プログラム」に「取引一任勘定取引の範囲の見直し」が盛り込まれたことを受けて、「証券会社の行為規制等に関する内閣府令」等が改正され、平成14年12月に施行されるとともに、事務ガイドラインも改正・適用された。この改正は、「証券会社が顧客から注文を受ける際に、顧客から売買の別、銘柄及び数について同意を得た上で、価格については、当該同意の時点における相場を考慮して適切な幅を持たせた同意の範囲内で証券会社が定めることができることを内容とする契約を締結すること」を、証券取引法42条1項但し書に定める「投資者保護に欠け、取引の公正を害し、又は証券業の信用を失墜させるおそれのないもの」として規定するとともに、その「同意」に関して事務ガイドラインで具体的に規定したものである（資料3 - ）。

なお、金融機関の証券業務についても同様の措置が講じられた。

平成15年1月、「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関

係法律の整備等に関する法律」(いわゆる「証券システム改革法」)の施行に伴う関係政省令の整備が行われ、セーフティネットである加入者保護信託における請求や支払いの手続、清算機関における清算対象取引の範囲等が具体的に規定された。

平成15年1月、社債等登録法施行令等の改正が施行されたが、これは、住宅金融公庫債券を含む月次パススルー債について、その流動性の向上を図るため、社債等登録制度上の登録請求ができない期間を3週間から2週間に短縮するものである。また、平成14年12月、資産流動化スキームの更なる利便性の向上を図る観点から、「資産の流動化に関する法律施行規則」も改正され、資産流動化計画記載方法の弾力的運用を可能にする規定が整備された。

平成15年4月、有価証券の私募の範囲の拡大等に係る証券取引法施行令の改正が施行された。これは、少人数私募における50名カウントからの「適格機関投資家」の除外、エクイティ関連商品に係る「プロ私募」の適用、有価証券報告書の提出免除要件の拡大、公開買付制度(3分の1ルール)の適用除外要件の拡大等、上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する規定の整備、商法改正に伴う規定の整備等を内容とする。

平成15年4月、「上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する内閣府令」が施行された。これは、前記の証券取引法施行令の改正において、上場株式の議決権の代理行使の勧誘を行う際に交付する参考書類の記載事項を内閣府令に委任することとしたことや、当該参考書類等の交付を電磁的方法により行えることとしたことに伴い、当該参考書類の記載事項等や当該電磁的方法の詳細を定めるものである(参考書類の記載事項については、商法に基づく書面投票制度における参考書類の記載事項に準じた内容であり、電磁的方法については、電子メールの利用、フロッピーディスク、CD-ROM等の記録媒体の手交による方法等)。

## 4 . 商法改正等の動き

ここ一兩年、商法等の企業関連の法制についても重要な制度改正が続いている。

平成14年4月には、「商法等の一部を改正する法律」が施行され、株式制度の見直しが行われストック・オプション制度の合理化等が図られるとともに、会社関係書類の電子化等が実現した。

平成14年5月には、「商法及び株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律」が施行され、監査役の機能強化が図られる一方、取締役の責任軽減手続き等が新設された。

平成15年4月には、会社機関の大幅な見直し等を内容とする「商法等の一部を改正する法律」が施行され、大規模会社について委員会等設置会社制度が導入され、米国型のコーポレート・ガバナンスの選択も可能となったほか、株主総会の招集手続きの簡素化、株券失効制度の創設、大規模公開会社に対する連結計算書類制度の導入等が行われた。

平成15年9月には、「商法及び株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律」が施行され、定款授權に基づく取締役会決議による自己株式の取得が許容されるとともに、中間配当限度額の計算方法の見直しが行われた。

平成15年内にも、株券不発行制度（ペーパーレス）と電子公告制度（インターネット）の導入を内容とする法律改正案の国会提出が見込まれている。なお、平成15年9月、法制審議会はこれらの導入に関する要綱を決定した。

## 5 . 企業会計制度等の改正動向

企業会計制度の分野でも、会計ビッグバンといわれる抜本的な制度改革が進められてきたが、ここ一兩年の動きをみても、平成14年12月の金融審議会第一部会報告及び同公認会計士制度部会報告を受けてディスクロージャー制度及び公認会計士監査制度の充実・強化が図られたほか、会計制度面及び監査制度面で重要な制度改革が相次いだ。

会計制度面では、平成13年7月に発足した財務会計基準機構の企業会計基準委員会において、平成14年2月の「自己株式及び法定準備金の取崩等に関する会計基準」、平成14年9月の「1株当たり当期純利益に関する会計基準」をはじめとして、企業会計基準2本、企業会計基準適用指針5本、実務対応報告11本が公表されているほか、ストック・オプションの会計基準等の検討が続いている。一方、企業会計審議会においては、平成14年8月に「固定資産の減損に係る会計基準の設定に関する意見書」が、平成15年8月に「企業結合に係る会計基準の設定に関する意見書」の公開草案が各々公表されている。

また、監査制度面では、企業会計審議会において、公認会計士監査による適正なディスクロージャーの確保と監査の質の向上を図るため、平成14年1月に「監査基準の改訂に関する意見書」が、平成14年12月に「中間監査基準の改訂に関する意見書」が各々公表され、平成15年3月の決算から実施されている。

## 6 . 新しい証券税制の実施と今後の税制改革

投資家の積極的な市場参加を促進する証券税制の実現を図るため、証券税制のあり方について中長期的観点からの検討がなされるとともに、官民を挙げた税制改正要望を受けて、平成15年度税制改正においては、証券市場の改革促進という観点からみても、当面、一定の成果として評価すべき証券税制が実現した。

新しい証券税制のポイントは、次の通り（資料４）。

平成15年１月から申告分離課税に一本化された上場株式等の譲渡益課税に係る税率の軽減（平成19年12月末まで20%→10%）と手続きの簡素化（特に源泉徴収口座の導入による「特定口座制度」の合理化）

平成15年４月以降平成20年３月末までに受け取る上場株式の配当について原則10%の源泉徴収による申告不要制度の導入（平成20年４月以降は、20%）

平成16年１月以降平成20年３月末までに受け取る公募株式投資信託の収益分配金について10%の源泉徴収による申告不要制度の導入（平成20年４月以降は、20%）

また、平成16年１月以降、株式の譲渡益と公募株式投資信託の償還・解約損との損益通算が可能

ただ、平成15年度改正で実現した新しい証券税制が我が国の市場改革が目指す制度的な基盤整備として必ずしも十分なものでないことは明らかであり、今後とも、証券市場の構造改革を推進するため、証券税制のあり方について、中長期的観点からの検討が官民連携のもとで継続される必要がある。

ちなみに、平成15年８月に公表された金融庁の「平成16年度税制改正要望項目」をみると、次のような事項が具体的に取り上げられているが、現行制度の問題点の整理としても参考になる。

（「貯蓄から投資へ」の転換を促進するための税制措置）

個人による株式投資を促進するための、一定の投資額を上限とした優遇税制の導入

日本版 P E P（Personal Equity Plan 個人持株計画）

株式、株式投資信託を贈与・相続した場合における課税の軽減

## 確定拠出年金の拠出限度額引上げ

(金融商品課税の一体化を推進するための税制措置)

a)上場株式等の譲渡損失と配当との損益通算、b)上場株式等の譲渡損失の繰越期間の延長(3年→5年)、c)上場廃止株式についてみなし譲渡損失

a)公募株式投資信託、株式先物・オプション取引等にまで特定口座の取扱い対象の拡大、b)信託特定口座(仮称)の創設

a)償還・解約損と分配金・解約益との損益通算、b)償還・解約損について繰越控除、c)譲渡益に係る税率の引下げ(26%→10%)

a)株式先物・オプション取引の上場株式並み課税化、b)金融先物・オプション取引の申告分離課税化及び上場株式並み課税化

特例措置の延長など日本証券業協会等民間各界からの税制改正要望とも併せて、今後の動きが注目される。

また、政府税制調査会等における二元的所得税論をはじめとする金融商品課税の一体化等に関する議論についても、我が国経済の健全化と市場改革の促進という観点から、その一段の高まりが期待される。

## 第2 個人投資家の現状

### 1．金融資産選択における安全性志向

わが国の家計の金融資産選択は、依然として安全性志向が強く、大局的にみて状況に変化はない。

平成14年12月末の家計の金融資産構成をみると、現金・預金が56.0%、保険・年金準備金が28.8%であるのに対し、株式・出資金は6.2%、投資信託は2.0%、債券は3.0%に過ぎず、ここ一兩年の動きをみても安全性志向を強めている。

平成12年12月末の家計の金融資産構成に比べて、現金・預金の比率が1.1ポイント上昇した反面、リスク資産である株式・出資金の比率が0.4ポイント、同じく投資信託の比率が0.4ポイント各々低下し、債券の比率も1.1ポイント低下している。

ちなみに、同時点のアメリカの家計をみると、現金・預金が13.4%、保険・年金準備金が30.1%であるのに対し、株式・出資金は30.8%、投資信託は12.4%、債券は10.3%となっており、相変わらず我が国との差異が顕著である。

ただ、アメリカについても、2年前の家計の金融資産構成に比べると、現金・預金の比率が2.8ポイント上昇した反面、株価下落の反映もあり株式・出資金の比率が3.3ポイント低下していることが注目される。投資信託と債券の比率については、投資信託が0.5ポイント、債券が1.1ポイント各々上昇している。

(日本銀行調査統計局「資金循環の日米比較：2002年4Q」等を参照)

### 2．金融資産選択に関する家計の意識

平成15年7月7日時点における金融広報中央委員会の『家計の金融資産に関

する世論調査』によれば、金融資産の1世帯当たりの平均保有額は、1,460万円となり、過去最高額となった。金融商品別にみると、預貯金（郵便貯金を除く）が最も構成比が高く4割強、次いで郵便貯金が2割弱を占め、両者合計では平成13年比4.3ポイント上昇して62.5%となっている。

平成15年7月時点における種類別構成比は、預貯金62.5%、保険・年金24.4%、有価証券9.5%（うち株式6.6%、投資信託1.5%、債券1.4%）となっている。

今後保有を増やしたり始めてみたい金融商品としては、預貯金を挙げた世帯が引き続き最も多い反面、株式・投資信託・債券など有価証券については、これを挙げる世帯が相変わらず少ない。

また、この調査では、金融商品の選択に際して最も重視している項目についての回答を「安全性」、「流動性」、「収益性」に分けて整理しており、引き続き安全性を重視するという回答のウェイトが最も高く、平成13年比3.1ポイント上昇して54.2%となっている。これに対して、収益性を重視するという回答は、相変わらず低水準で推移している。

### 3. エンロン事件やペイオフの一部解禁等の影響

平成13年10月以降この2年の間に、アメリカにおけるエンロン社の破綻（平成13年11月）、我が国におけるペイオフの一部解禁（平成14年4月）、同じく新しい証券税制の実施（平成15年4月）など、家計の金融資産選択や個人の証券投資に関係の深い出来事が相次いだ。

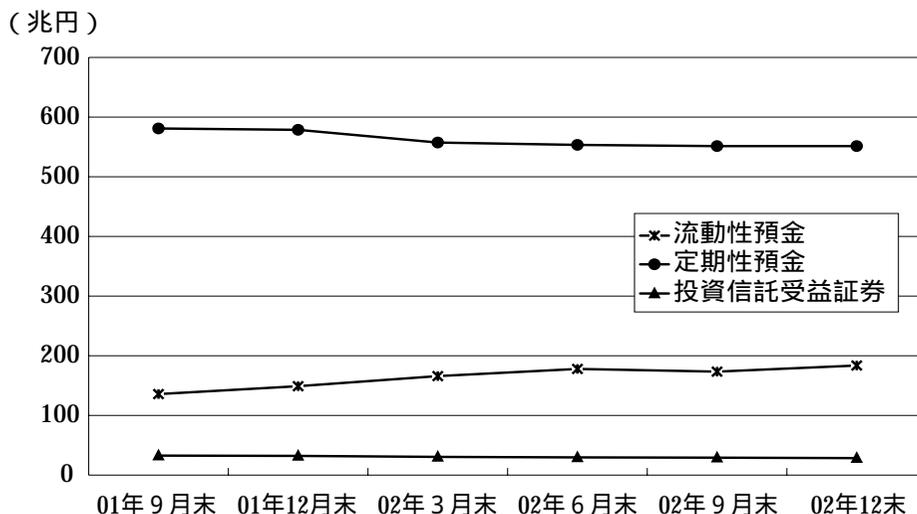
平成13年11月のエンロン社の破綻は、アメリカの会計制度や証券市場に極めて重大な問題を惹起したが、我が国の証券市場とりわけ投資信託にも、同年9月のマイカル社による民事再生法の適用申請に引き続き深刻な影響を与えた。MMF 5本、追加型公社債投信22本が額面割れとなり、これを主な要因として、同年11月から12月にかけての2ヶ月間でMMF及び公社債投資信託からの資金流出は13兆6千億円に達した（前掲図表4）。

金融制度改革を受けて多くの新商品が登場し、販売手数料等の引下げや販売

チャンネルの多様化とも相俟って、投資信託市場への資金流入が顕著になってきた矢先でのエンロン社の破綻とMMFの額面割れは、投資信託のみならず、構造改革をめざす我が国の金融・資本市場全体にとって大きな痛手であった。

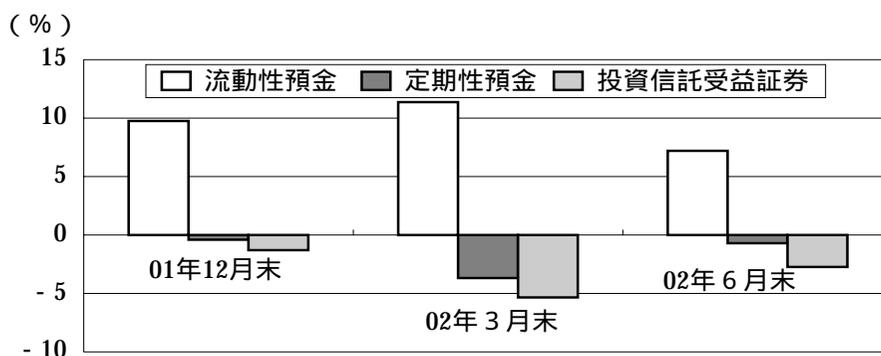
エンロン問題に続く平成14年4月のペイオフの一部解禁後における資金の流れをみても、個人の資金は、定期性預金から流動性預金へのシフトにとどまり、投資信託など証券市場への動きはほとんど見られなかったと言える（図表7）。

（図表7 - ） 家計の預金残高および投資信託残高の推移



（出所） 日本銀行の資金循環統計より作成

（図表7 - ） 家計の流動性預金等の増加率\*



（出所） 日本銀行の資金循環統計より作成

\* 四半期末毎の前期末比

また、平成15年4月に実施された新しい証券税制については、スタートしたばかりであり、「預貯金中心の貯蓄優遇から株式・投資信託等の投資優遇への転換の流れを政策的に促進する」という意味で、その政策効果を判断するには

なお時間を要する。ただ、直近の株式売買動向など実態面の動きを見る限り、とくに顕著な状況の変化は見られない。

#### 4 . 証券投資に対する国民の意識と転換の条件

平成14年5月時点で内閣府が実施した『証券投資に関する世論調査』によれば、現在証券投資を行っているかという質問に関して、「現在行っている」と答えた人の割合が9.8%であったのに対し、「以前行っていたが、現在は行っていない」と答えた人の割合が8.8%、「行った経験はない」と答えた人の割合が79.7%となっている。

また、今後の証券投資の意向について商品別になされた質問に対しては、「行うつもりがない」と答えた人の割合が株式で82.7%、投資信託で87.5%、国債で87.7%、社債で89.8%となっている。

さらに、株式投資を行うつもりはないと考える理由については、「株式投資に関する知識を持っていないから」とする人の割合が33.3%、「株価の下落により損失が発生するリスクがあるから」とする人の割合が32.5%、「まとまったお金がないと購入できないから」とする人の割合が32.4%と高くなっている。また、「証券会社が信頼できないから」とする人の割合は9.7%、「株式市場は機関投資家などプロの投資家が多数参加しており、情報等の面で個人投資家が証券投資を行っても不利だから」とする人の割合は7.3%、「株式市場では不公正・不透明な取引が行われているとのイメージがあるから」とする人の割合は7.1%となっている。

次に、投資信託への投資を行うつもりはないと考える理由については、「投資信託への投資を行うのに十分な資産や収入がないから」とする人の割合が31.8%、「投資信託の仕組み等、投資信託に関する知識を持っていないから」とする人の割合が31.3%と高くなっている。また、「証券会社や投資信託の販売を行っている銀行・信用金庫等の金融機関が信頼できないから」とする人の割合は6.2%、「運用成績が上がっていないから」とする人の割合は5.7%となっている。

以上の通り、個人の証券投資に対する関心は総じて低く、ペイオフの一部解禁、株式の最低投資金額の引下げ、新しい証券税制の実施等によっても証券市場の資金動向に変化は見られない。また、個人の証券投資に対する関心の低さは証券投資に対する知識の不足と投資リスクの回避によるところが大きいことも窺い知れる。

この点、現在、官民を挙げて推進されている証券知識の普及・啓発活動は、最も基本的で適確な対応策であり、今後とも一層の充実・強化が望まれる<sup>(注)</sup>。前掲の内閣府の世論調査においても、回答者の66%が学校教育で金融・証券に関する基本的知識を教える必要性を是認し、その大多数が遅くとも高校までに教育を開始するよう望んでいる。

(注)平成15年5月27日、証券界、銀行界、有識者により構成された「個人投資家育成対策会議」が立ち上げられ、同年6月23日に検討事項に関する中間とりまとめが公表されている。

個人金融資産に占める有価証券の比率を欧米並みの水準に引き上げるためには、少なくとも現在の構成比を2倍にすると仮定して概算150兆円を超える証券市場への資金シフトが必要である。これを短期に実現することはもちろん困難であり、証券税制をはじめとして環境整備に向けた更なる努力と長期的な取組みが不可欠である。

今後、我が国において少子化・高齢化が一段と進行し、当面、デフレ経済からの脱却が不透明ななかで、家計の金融資産選択における安全性志向がにわかに変化するとは考えにくい。

郵便貯金など預貯金を通じた国債への間接的シフトという現在の個人資金の流れに大きな変化が生じるとすれば、それは、景気や企業収益の回復と金融システムの正常化等による構造改革の進展により国民一般の市場に対する信頼感が高まることが大前提になろう。

## 第3 発行会社の動き

### 1. 企業の資金調達状況

我が国の企業の資金調達は、依然、対米比較において間接金融のウェイトが高いが、近年、証券市場を通じた資金調達の割合は着実に拡大している。

日本銀行の資金循環統計（速報）により平成14年度末における我が国の民間企業部門（非金融法人）の資金調達状況をみると、借入れが39.1%であるのに対して、証券（CPを含む）が36.4%となっている。ちなみに、平成7年度末は、借入れが43.7%であったのに対して、証券（同前）が31.5%であった。また、最近におけるアメリカ企業の資金調達状況をみると、借入れが14%程度となっている。

一方、1年間の証券による資金調達額そのものは、長期不況による企業の資金需要の低迷等を反映して、ここ数年、大幅に低下している。

東京証券取引所の統計資料から全国上場会社の証券発行による資金調達額をみると、平成12年が11.1兆円、平成13年が10.2兆円、平成14年が9.3兆円と、ここ10年のピーク（平成11年の19.9兆円）からみて2分の1を下回る水準まで低下している。

### 2. 企業経営における市場重視の方向性

平成13年末に発表された本報告書においても指摘されている通り、「発行会社は、資金調達のために証券市場を利用する場合に基本的な証券規制として要求されているディスクロージャー手続き等を適正に行うだけでなく、常に、自社に対する市場の評価である株価の動向や投資家・株主の反応を意識して会社経営を行うことが求められることになり、自ら市場改革を実践していく立場にある」。

こうした観点から発行会社をめぐるここ一兩年の動きを振り返ると、商法改正等の動きとも相俟って、ディスクロージャーやコーポレート・ガバナンス問題等への対応その他において、株主を重視した企業経営に対する発行会社サイドにおける意識の向上と経営面での実践が一段と顕著になってきたものと評価できる。

平成14年11月時点で東京証券取引所が実施した『コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査』によれば、全体の99.4%の会社がコーポレート・ガバナンスに関して「関心を持っている」と回答しており、そのうち、「大いに関心を持っている」と答えた会社が全体の67.9%に達し、前回調査（平成12年9月時点）の結果に比べ13.1ポイント増加している。実際の経営面での実践に関しては、全体の95.7%の会社が経営の実践に当たってコーポレート・ガバナンスをめぐる最近の議論を「意識している」と回答しており、そのうち、「十分意識している」と回答した会社が全体の35.8%を占め、前回調査の結果に比べ10.2ポイント増加している。

コーポレート・ガバナンスの充実のために必要となる事項に関しては、「法令違反行為の未然防止機能の強化」と答えた会社が全体の80.9%と最も高く、以下、「ディスクロージャー、株主への説明義務の充実」と答えた会社が75.3%、「取締役会の機能強化」答えた会社が69.9%、「監査役（会）の機能強化」と答えた会社が55.3%となっている。

さらに、商事法務研究会の調査によれば、平成14年の商法改正を受けて、平成15年4月1日の改正法施行後、早くも6月30日未現在で、55社が委員会等設置会社に移行している。また、執行役員制度の採用や指名諮問委員会・報酬諮問委員会の任意採用など委員会等設置会社に移行しない形で、コーポレート・ガバナンスの強化のための経営組織改革を実施する会社も拡大している。

ところで、株主資本利益率（ROE）など具体的な経営指標でも、発行会社としての努力の成果が窺われる企業が増加している。

ROEの改善は、総じて、長期不況のなかで経営の合理化と事業の再編成を断行するとともに、自社株取得などの制度改革を活用して過大資本を是正する一方、各社各様の創意工夫により利益の拡大に成功した企業群の努力の成果とみられる。

ちなみに、我が国の公開企業による自社株取得は平成9年度以降顕著に拡大しており、野村証券の調査によれば、平成14年度における自社株買付け実施額（3市場及び新興市場）は前年度比大幅増の2兆7千億円に達し、過去最高の水準となっている。

### 3．株式持ち合い解消の加速

金融市場改革の進展と相俟って、我が国企業による株式持ち合いの解消は着実に進行している。

ニッセイ基礎研究所が実施している『株式持ち合い状況調査（2002年度版）』によれば、平成15年3月末現在、安定保有比率は27.1%、持ち合い比率は7.4%であり、ともに調査開始の昭和62年度末以来の最低水準になっており、平成8年から顕著になった上場会社の株式持ち合い解消の動きは一段と進んでいるとみられる<sup>(注)</sup>。

(注) 安定保有比率（平成8年度）42.1%（平成14年度）27.1%  
持ち合い比率（平成8年度）16.3%（平成14年度）7.4%

また、自社株買付けを活用した株式持ち合い解消の円滑な実施や持ち合い株式を活用した貸株により短期的な資金調達を図ることなどが最近の動きとして注目される。

### 4．未公開企業への円滑な資金供給

期待成長率が高く資金調達ニーズの強いベンチャー型企業等（新興企業）への円滑な資金供給は、市場改革の重要課題の一つであり、証券市場の活用が期待されている。また、金融機関の融資機能が活用されるべきその他の未公開企業についても、近時、貸出債権等の証券化や私募債の発行によって、証券市場が一定の役割を果たすことが注目されている。

市場改革による制度的な枠組みの整備という面では、ここ一兩年、一定の成

果があったものとする。前述の通り、証券取引法施行令が改正され、「ベンチャー企業、中小企業による資金調達の円滑化を図る観点から、私募債市場を活性化するため」、私募債発行市場の参加者である適格機関投資家の範囲が拡大されるとともに、プロ私募の対象となる有価証券に株券、新株予約権付社債券等のエクイティ関連商品が加えられた。また、これと同じ平成15年4月には、日本証券業協会の関係諸規則の改正が施行され、「未公開企業の資金調達の円滑化を図る観点から」、未公開企業の株式売買を可能とする「気配公表銘柄制度」(いわゆるグリーンシート市場)の拡充が具体化した。

さらに、「証券市場の改革促進プログラム」においては、銀行等の貸出債権の証券化の促進を図る観点から、「民間金融機関等と連携しつつ信用リスクのデータベース構築など、銀行等の貸出債権の証券化促進に向けた環境整備」が検討課題になっている。

ただ、こうした制度面での改革促進に対して、証券市場の実態面では、新興企業市場の新規公開会社数の推移やベンチャー・キャピタルの投融資残高の動向等をみる限り、ベンチャー企業等(新興企業)への円滑な資金供給等に関する顕著な状況の変化は観察できない。

日本経済の構造改革を実現するため、起業活動の活発化とベンチャー型企業の育成が重要な政策課題となっており、そのための環境整備の一環として、証券市場を活用した円滑な資金供給が市場改革の大きなテーマとして取り上げられている。しかしながら、我が国において起業活動が盛り上がりずベンチャー型企業の育成が進まないのは、起業家たるに相応しい人材の絶対的不足と国民のベンチャー精神の欠如(安定性志向・大企業志向)という、我が国の社会・文化の特性に根ざしたより根本的な要因に基づくものであるという指摘がある。この点、個人投資家の拡大という市場改革のテーマとも似て、行動様式や意識等の変革を伴う息の長い取り組みが必要不可欠である。

起業家創出に向けた産学連携での各種の取り組みや大学発ベンチャーの一層の拡大等に期待したい。

ところで、エンロン事件等の教訓も踏まえて、証券市場という立場でみた場合、事業家ないし経営者のモラルという面がきわめて重要だと思われる。株価重視の会社経営や株式公開が、株主重視あるいは市場重視という観点からは、

正反対の結果を生ぜしめている事例が少なくない。株価やキャピタル・ゲインに対する執着よりも自らの企業や事業活動に対する愛着の方がはるかに強いのが事業家ないし経営者の本来あるべき姿だと考える。

ベンチャー型企业への円滑な資金供給という証券市場改革の課題を考えるうえでも、こうした起業家のモラルという観点が不可欠である。

## 第4 仲介業者（証券会社等）の課題

### 1. 証券市場改革による仲介業者の状況変化

日本版ビッグバン以来の証券市場改革の進展によって、株式売買委託手数料の引下げ、インターネット取引の活発化、銀行等による投資信託の販売拡大など、証券会社をはじめ仲介業者をめぐる状況の変化がここに来て一段と顕著になっている。

日本証券業協会が実施した直近の実態調査（第3回、平成14年1月時点）によれば、株式売買委託手数料の水準を自由化前の固定手数料率と比較すると、「対面取引における手数料率（平均）は、全体的に自由化前の水準を下回っており、約定代金が高くなるほど自由化前の水準より低下する傾向にある」。例えば、約定代金100万円で自由化前の水準の95%程度、約定代金5,000万円で自由化前の水準の80%程度となっている。また、通信取引における手数料率は、全体的に自由化前の水準の65%程度であるのに対し、オンライン取引（＝インターネット取引）における手数料率は、全体的に自由化前の水準の30%以下となっている。

長引く不況を受けて、収益の確保と経営基盤の強化が証券業者にとって最大の経営課題になっていたが、経営環境の変化に対応して、リストラ経営からの脱却と新たなビジネスモデルの構築が今後の重要課題となる。

次に、インターネット取引については、日本証券業協会の調査結果（平成15年3月末）によると、インターネット取引を取り扱う証券会社は56社であり、平成14年度下期におけるインターネットを経由した株式売買代金は全体の12.7%を、国内投信募集取扱高は全体の2.5%を各々占めている。また、平成15年3月末時点におけるインターネット取引口座数は約392万口座であり、平成12年の3月末（74.6万口座）に比べ約5.3倍に増加している。ただし、この分野における競争は激しく、全体として経営環境は厳しいものとなっている。

なお、インターネット取引に関しては、平成15年6月末、証券取引等監視委員会から金融庁長官に対して建議が行われ、不公正取引を防止するため売買審査体制や顧客管理体制の適正性を確保させるための適切な措置を講じるよう要請している。こうした指摘に適切に対応するとともに、既に一部の業者で実現しているような良質な顧客サービスの提供を拡大していくための一層の努力と創意工夫が必要である。

また、平成10年12月から開始された銀行等金融機関による投資信託の販売については、投資信託協会が発表している「販売体別純資産残高の状況（実額）」によってそのシェアをみると、契約型公募投資信託の純資産残高が減少するなかで、平成15年8月末現在、総合計で25.3%、株式投信で36.8%に達している。平成11年末のシェアをみると、総合計で5.4%、株式投信で5.2%であるから、飛躍的な拡大と言える（前掲図表4、図表5）。ただ、ここで問題となるのは、公募投資信託の純資産残高に占める銀行等金融機関のシェアが拡大する一方、証券会社のシェアが縮小するなかで、公募投資信託全体の純資産残高が51兆円から36兆円へと大幅に減少し、全体として市場規模が縮小している点である。

なお、株式投信については、預金者を念頭に置いて安全性等を重視した銀行の商品・販売戦略が奏功したものであるという指摘もあり、証券会社サイドからは幅広い顧客層をターゲットにおいた新たな販売戦略の構築が、金融機関サイドからはアクティブ型商品への傾斜などリスク商品取扱いに係る本来的スキルの向上が各々当面の課題であろう。

個人投資家の拡大を図るという観点からは、今後、双方の競争が適切な形で促進され、より質の高い商品・サービスの提供が実現し、投資信託市場全体が飛躍的に拡大していくことが望ましい。

## 2．国民一般の意識と証券会社の課題

前掲の内閣府の世論調査をみると、証券会社に対する国民一般のイメージは必ずしも「身近な存在」とも「信頼できる」ともなっていないし、回答者全体

の8割が証券会社を「利用したことはない」と答えている。また、証券会社と取引を始める場合の選択基準については、「証券会社に対する信頼性」を挙げる人の割合が最も高かった。

証券会社が「身近な存在」としてイメージ・アップするためには、業界全体として証券知識の普及・啓発活動を推進することに加えて、個社レベルで具体的な企業活動を通じて地域社会に貢献していくことが何より重要であろう。今こそ証券業者は、自らが本来具有するところの証券市場あるいは市場型金融の担い手としての社会的使命を再確認する必要がある。

また、顧客からの信頼性確保という点については、行政当局の検査・監督等によって他律的に実現されるのではなく、本来、証券業者自らの企業努力の成果として主体的に達成されるべきものとする。これについても、スローガンの策定、研修並びに試験の実施、コンプライアンス体制の強化といった形式的な対応にとどまることなく、個社レベルの経営並びに営業の実践面で改善のための実質的な対応が図られるべきである。

この点、まさに平成14年9月の金融審議会答申で指摘されている通り、証券会社は、「どのようなビジネスモデルを追求するにせよ、顧客からの信頼性確保に向けた証券会社自身の一層の努力が必要である」。

### 3．証券業の基本モデルと市場改革の実践

証券市場あるいは市場型金融の担い手として証券業者等の役割は一段と重要性を増しており、インターネット・ビジネス、資産管理型営業、投資銀行業務など多様なビジネスモデルに基づく個性豊かな業務の展開と証券市場改革の実践が期待されている。

ただ、業務改善の出発点となるのは、やはり顧客と直接関わる証券外務員の資質の向上であろう。証券業の基本的なビジネスモデルは、あくまで対面取引であり、顧客に対して「質の高い情報やアドバイスを提供すること」であると考えられる。証券外務員が単なる販売員でなく投資家にとって良きアドバイザーであることは、顧客からの信頼性確保という面でも、証券業の原点と言える。

金融構造改革のメインテーマの実践として証券リテール取引の強化が国策的に要請されている今こそ、証券業者は証券ビジネスの基本と原点に立ち返った確固たる経営基盤の構築を図り、多様化・高度化する顧客ニーズに適確に対応しつつ、顧客層の飛躍的拡大を実現しなければならない。

そのためには、高齢化が著しい個人顧客層のニーズに対応できる質の高い営業担当者の確保・配置と投資信託をはじめとする新商品等の開発・提供が不可欠である。

確定拠出型年金（いわゆる401Kプラン）の拡大やラップ・アカウントの普及を図るうえでも、個人投資家向けに質の高い投資アドバイザーが養成される必要がある。

また、顧客ニーズに即応した新しい商品・サービスの開発・提供については、まさに市場改革を受けた仲介業者の実践行動として仲介業者全体における各社各様の企業努力と創意工夫が期待されるところであるが、とくに投資信託の活用と市場の拡大（純資産残高の増大）が急務である（前掲図表4）。

市場型間接金融の拡大という面でも、超低金利下での顧客ニーズへの対応という面でも、株式投資信託などにおける質の高い新商品の登場とこれによる投資信託市場全体の活性化並びにスケール・アップが切望される。

さらにホールセール部門においても、市場改革の成果を十二分に活用して、機関投資家の運用ニーズや発行会社の調達ニーズの多様化・高度化に即応した良質な情報・サービスの提供とアドバイザー機能の強化によって、手数料その他の面で適正な価格形成を実現しつつ収益の確保を目指すべきであろう。

とくに、市場改革の進展と金融機関の再編成によって、証券会社と銀行等との関係も様変わりしており、企業再生ビジネスや証券化ビジネスをはじめとして多様な業務展開が可能であり、新たな商品・サービスの開発や顧客層の拡大を期待したい。

## 第5 政府・行政当局の取組み

### 1．証券市場の改革促進と包括的かつ積極的な取組み

前掲の金融審議会答申「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」によれば、新たな金融システムの構築に向けた行政の取組みとしては、「多様で魅力ある金融商品・サービスの提供や、アクセスの改善、金融仲介機関の諸機能の分化、専門化が進められるよう、利用者保護や健全性確保の観点に留意しつつ、金融仲介機関の競争を促進していくことが重要である。このため、競争促進のための環境整備を進めるとともに、金融仲介機関の機能の分化、専門化の進展に応じて、今後とも金融行政面においても機能を主軸とした観点から適切に対応していくことが求められる」。また、新たな金融システムにおいて「一層重要な役割を担う証券市場については、市場機能を十分発揮し、幅広い投資家の参加する真に厚みのある市場とするために、包括的な取組みを行っていくことが望まれる」。こうした取組みを担う行政機構のあり方については、「金融コングロマリットの出現といった金融の担い手の一体化や、多様な金融サービスを融合させた商品の開発・提供といった流れも踏まえると、業務横断的な機能別の編成をベースとしつつ、不断に見直していくとともに、必要な証券市場改革を推進することが望まれる」。さらに、「システミックリスクへの対応、消費者教育、利用者保護の推進等は、今後とも、行政の重要な役割である」とされる。

また、前述の通り、銀行、証券会社等の金融仲介機関によるビジネスモデルの転換が進み、証券市場の改革促進により市場取引への信頼性等が確保されれば、新たな金融システムへの転換が進んでいくものと考えられるが、「行政としては、ビジネスモデルの転換等の動きを待つにとどまらず」、貸出債権市場の拡大支援策やリスクのある金融商品に係る優遇税制の検討など、新たな金融システムを「より早期に構築するための施策に積極的に取り組んでいくことが必要である」とされた。

こうした観点からみれば、平成14年8月に「証券市場の改革促進プログラム」を公表して以来今日に至るまでの行政当局による証券市場改革に対する包括的な取組みは、その迅速性と確実性において一定の評価がなされて然るべきものであろう。

また、近時、証券税制の改革等における金融庁よる積極的な取組みには、財政・金融に係る行政機構の分離による政策効果が顕著に発揮されている。

## 2. 証券市場改革に対する現実的な取組みの必要性

証券市場改革の成果を目に見える形で実現するためには、発行会社や仲介業者の企業活動を通じた市場改革に関する実践行動に加えて、証券市場改革に対する政府・行政当局による現実的な取組みが不可欠である。

平成8年の日本版ビッグバン以来推し進められてきた我が国の証券市場改革は、制度（グラウンド）の整備という面では大幅な進展をみたが、そのスピードに対する市場参加者（プレーヤー）の成熟度という面では、バブル崩壊後の日本経済の低迷を受けて、アンバランスが生じていることも否めない。

例えば、制度面で選択肢は増えたが、選択する者がいない。販路は拡大したが、良質な商品が不足して、市場が縮小した。手数料は引き下がったが、情報・サービスの質は改善されていない。規制は緩和されたが、新たな商品が登場してこないというような事態を招きかねない。

従って、我が国経済の実状と現実の市場環境を考慮した一定のスピード調整とプレーヤーの成熟度に配慮した政策面及び行政運営面での対応が必要であったと思われる。もちろん、これは、現在の行政手法を市場重視・事後監視型から業者保護・事前監督型に回帰させるという意味ではなく、証券市場改革の成果を現実のものとするためには、あくまでも我が国の証券市場の現状を踏まえ、投資家、発行会社、仲介業者各々の成熟度に配慮した市場育成的な観点が行政面で必要ではないかと考えるに過ぎない。

ところで、「投資家の証券市場へのアクセスを一層容易にするため」、平成14年には銀行と証券会社の共同店舗の解禁や銀行における書面取次ぎの円滑化が

実施され、平成16年4月からは証券会社の代理店制度（正式には「証券仲介業」制度）も実施される。また、「特色ある金融サービス業者の参入や競争の一層の促進を通じて、投資家本位の質の高い多様なサービスの提供を促すため」、証券会社、投資信託委託業者、投資顧問業者の最低資本金の引下げも実施される。

ただ、販売網の拡充や販売チャネルの多様化によって証券市場の活性化が実現されるためには、投資家ニーズにマッチした質の高い商品・サービスが提供されることが大前提となる。また、新規参入や競争促進によって質の高い商品・サービスが提供されるためには、参入者や競争者の資質の高さに加えて日本経済の正常化が必要条件になろう。このあたりに関しても、現実的な取組みが不可欠である。

### 3．国民一般の政府に対する要望

翻って、国民一般は、証券市場の活性化と個人投資家層の拡大に関し、政府に対して何を望んでいるのであろうか。

内閣府の『証券投資に関する世論調査』（前掲）によれば、「証券市場の活性化を図り、より多くの個人投資家に市場に参加してもらうために、政府はどのようなことをすべきだと思うか」という質問に対して、「景気を回復させること」と答えた人の割合が最も高く、56.5%であった。以下、不正行為に対する厳しい規制・監督と答えた人の割合が45.9%、分かりやすいディスクロージャーと答えた人の割合が30.8%、より早いディスクロージャーと答えた人の割合が19.3%などとなっている。

証券市場の活性化と個人投資家層の拡大を実現するためには、証券市場の公正性確保や適切な企業情報開示もさることながら実体経済の改善が重要だというのが国民一般の判断であり、本質論としても興味深い。

なお、景気の自律的回復と金融システム安定への期待感から株式市場も危機的状況を脱した現在、証券市場改革を真に実り豊かなものとするためには、市場関係者のモラルの向上と並んで、国家のシステム全体と政府の政策遂行に対する国民一般の信頼感を高めることが何より重要だと思われる。（新道仁信）

# 資 料 集

## 資料集目次

- (資料1) 重要な12の国際基準 55  
<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/sonota/f-20020722-1c/711-713.pdf>
- (資料2) 金融機関の証券業務の進展 58
- (資料3) 証券会社等の監督等に関する事務ガイドライン 59  
<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/f-20020917-3/02.pdf>  
<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/syouken/f-20021206-1.pdf>
- (資料4) 平成15年度における株式譲渡益課税等の改正について 65  
<http://www.fsa.go.jp/syouhi/syouhi/zeisei/01.pdf>

(資料1) 重要な12の国際基準

重要な12の国際基準  
(金融安定化フォーラム基準実施タスクフォース、健全な金融システムのための12の「キー・プリンシプル」)

分野	基準	制定機関	概要
①金融政策等の 透明性	Code of Good Practice on Transparency in Monetary and Financial Policies (金融政策及び金融機関・監督政策等 の透明性に関する良い慣行の原則) 1999年9月	IMF	<p>(1) 中央銀行の金融政策の透明性についての良い慣行を示す。</p> <p>① 金融政策における中央銀行の役割、責務及び目的の明確化 ② 開かれた政策決定及び政策報告 ③ 政策に関する情報の公共利用 ④ 中央銀行による金融政策の健全性に関するアカウンタビリティ及び保証</p> <p>(2) 金融機関・監督当局の政策の透明性についての良い慣行を示す。</p> <p>① 金融機関・監督政策に責任を有する当局の役割、責務及び目的の明確化 ② 開かれた政策決定及び政策報告 ③ 政策に関する情報の公共利用 ④ 金融機関・監督当局による信頼性に関するアカウンタビリティ及び保証</p>
②財政の透明性	Code of Good Practice on Fiscal Transparency (財政の透明性に関する良い慣行の 原則) 1998年4月	IMF	<p>財政政策の透明性についての良い慣行を示す。</p> <p>① 政府部門の役割及び責務の明確化 ② 情報の公共利用性 ③ 開かれた予算の作成、執行、及び報告 ④ 財政情報の健全性が、公的及び独立した審査を要し、保証されていること。</p>
③データ普及	Special Data Dissemination Standard (特別データ公表基準) 1990年3月	IMF	<p>危機を未然に防ぐために開発された認識的、迅速な公表を前提とするデータ標準。</p> <p>1. 実務部門: ①財政収支、②生産指標、③労働市場指数、④物価指数 2. 財政部門: ⑤一般政府または公共セクター、⑥中央政府、⑦中央政府機構 3. 金融部門: ⑧銀行セクター収支、⑨中央銀行収支、⑩金利、⑪証券市場 4. 対外部門: ⑫国際収支、⑬外債、⑭貿易収支、⑮国際収支ポジション、⑯加盟し—ト 5. 人口</p>
マクロ 経済 の基礎	General Data Dissemination System (一般データ公表システム) 1997年12月	IMF	<p>SDDS非加盟国を対象として、定期性・迅速性にはこだわらず、経済統計整備を目的とする。大枠は SDDSのカテゴリ—とほぼ同じ。経済データの他、社会人口指標(健康、教育、犯罪等)が求められる。</p>

分野	基準	設定機関	概要
④破産法制	★作業中 コーポレート・ガバナンス・コア原則 1999年5月	世銀 OECD	★作業中 OECD加盟・非加盟国政府のコーポレート・ガバナンスの法律面、制度面、及び規制面の枠組みの改善努力を支援する。また、証券取引所、投資家、企業等に指針として助言を与える。 ①株主の権利(基本的権利、株主総会等) ②株主の平等な取扱い(インサイダー取引の禁止、経営者による情報開示等) ③ステークホルダーの役割(全てのステークホルダーの権利の法的保護と尊重) ④情報開示と透明性(情報開示の対象、方法、情報普及手段のありかた等) ⑤役員会の役割(主要機能、独立性等)
⑤会計制度	International Accounting Standards (国際会計基準) 1975年～順次公表	IASC (国際会計 基準委員会)	国際会計基準委員会が、国際的に受け入れられることを目的として作成・公表する会計基準。 このうち30の基準について、国外企業が国内でクロスボーダーの資金調達を行う場合において、企業が利用することを認めるよう、IOSCO(証券監督者国際機構)が会員各国に対して勧告を行っている。
⑦監査制度	International Standards on Auditing (国際監査基準) 1980年～順次公表	IFAC (国際会計 士連盟)	国際会計士連盟の常任委員会である国際監査実務委員会が、国際的に受け入れられることを目的として作成する監査及び関連業務に関する基準。全世界の監査実務及び関連業務の統一性の度合いを高めるために使用されている。
⑧支払・決算	Core Principles for Systemically Important Payment Systems (システムミックな影響の大きい 資金決済システムに関するコア原則) 1999年12月 Recommendations for Securities Settlement Systems (証券決済システムに関する勧告)	CPSS (G10中銀 支払・決済 システム 委員会) CPSS/ IOSCO	システムミックな影響の大きい資金決済システムが満たすべき主要な特徴点を提案 ①資金決済システムの公共政策目標(効率性、安全性、犯罪防止、競争政策、消費者保護等) ②資金決済システムのコア・プリンシプル(法的枠組み、決済システムが負うリスク等) ③コア・プリンシプルを適用するにあたっての中央銀行の責務 安全かつ効率的な証券決済システムの構築・運営のための重要な以下の要素についての勧告 ①証券決済にかかわる法的枠組み(証券質権・権利変動等) ②運営者によるリスク管理やガバナンス ③利用者に対する情報の開示 ④規制・監督 ⑤技術の標準化 等
⑨資金洗浄	資金洗浄に関する40の勧告 1990年4月。96年6月に改訂	FATF (金融活動 作業部会)	資金洗浄対策の基本的枠組みを示し、普遍的に活用しようものとして策定。 刑事司法制度及び法執行(金融制度と規制)並びに国際協力を網羅する。 ①勧告の一般的枠組み(金融機関の守秘義務との関係、司法共助の促進等) ②資金洗浄に取組む際の国内法制的役割(資金洗浄罪の範囲、当局による資金洗浄に伴う収益等の没収および暫定措置をとる権限等) ③金融システムの役割(顧客の本人確認、記録保存、非日常的取引への注意、行政機関の役割等) ④国際協力の強化(情報交換、司法共助等) テロ資金供与対策の基本的な枠組を提供するもの。 ①国連諸文書(テロ資金供与防止条約、国連決議等)の批准または履行及び国際協力 ②テロ資金供与の犯罪化、テロリストの資産の凍結及び没収 ③テロリストに關係する疑わしい取引の届出 ④代替的送金システム、電信送金、非営利団体への監視の強化

制度面・市場面のインフラ

分野	基準	設定機関	概要
⑩銀行監督	Core Principles for Effective Banking Supervision (ハーゼル・コア・プリンシプル) 1997年9月	ハーゼル銀行監督委員会	<p>銀行監督システムが実効的であるために必要な25の基本原則。世界中の監督当局等がその管轄内のすべての銀行に対して監督を行う上での基礎的な参考資料となることを意図</p> <p>① 実効的な銀行監督の前提条件(当局の機能上の独立、適切な資源及び法的枠組みの必要性等)</p> <p>② 免許と銀行組織(免許付与基準の設定、株主の変更、銀行の行う買収・投資等に対する点検等)</p> <p>③ 健全性規制(最低所要自己資本比率、信用リスク監理等に関する規制の設定)</p> <p>④ 継続的な銀行監督の手法</p> <p>⑤ 情報開示(財務諸表の公表、記録の保管)</p> <p>⑥ 監督当局の公式の権限(健全性基準遵守・規制違反の是正措置の権限)</p> <p>⑦ クロスボーダーの銀行業務(モニター及び監督の実施等)</p>
⑪証券規制	Objectives and Principles of Securities Regulation (証券規制の目的と原則) 1998年9月	IOSCO (証券監督者国際機構)	<p>投資家保護、市場の公正性・効率性・透明性の確保、システムリスクの防止を目的とする</p> <p>30の証券規制原則。以下8つのカテゴリに分類されている。</p> <p>① 規制当局に関する原則(当局の責任、独立性、権限・資源・能力、機密保持等職業倫理)</p> <p>② 自主規制の原則(自主規制団体の利用及びそのあり方)</p> <p>③ 証券規制執行の原則(規制当局の調査・検査・監視、及びその執行の権限、法令遵守の確保)</p> <p>④ 規制についての協力の原則(内外カウンターパートとの情報共有、交換、支援等)</p> <p>⑤ 発行体の原則(情報開示、会計、監査基準、証券保有者の公平・公正な取扱い等)</p> <p>⑥ 集団投資スキーム(CIS)の原則(免許・規制のための基準設置、情報公開、顧客資産の分別管理等)</p> <p>⑦ 市場仲介者の原則(市場への参入基準、健全性の確保、システムリスクを防止する破綻処理手続等)</p> <p>⑧ 流通市場の原則(取引の透明性促進、市場の混乱時における適切な管理の確保等)</p>
⑫保険監督	Insurance Supervisory Principles (保険監督者原則) 1997年9月	IAIS (保険監督者国際機構)	<p>保険契約者の保護を目的として、保険監督の一般原則を示す。</p> <p>① 免許制と株主の取置:  <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 免許交付の際の、株主・事業計画(ソリベンジ・マージン等)の健全性評価</li> <li>・ 免許を既に取得している保険会社について、その株主や経営陣の変更の確認</li> <li>・ 株主・経営陣の変更に保険会社が守るべき要件の制定</li> </ul> </p> <p>② 企業統治と内部管理の一般原則(取締役会の責任体制の確保等)</p> <p>③ 健全性規制(資産、負債、資本充足とソリベンジ、デリバティブ等簿外項目に関する基準遵守)</p> <p>④ 再保険(再保険会社の財務状況把握、再保険契約・再保険会社にかかるとの要件)</p> <p>⑤ モニタリング及び立入検査の権限</p> <p>⑥ 罰則(各種改善、是正命令の発出権)</p> <p>⑦ 保険監督当局相互間の協調</p> <p>⑧ 保険監督当局と他業種監督当局、他地域の監督当局及びマクロン当局等との間の協力)</p> <p>⑨ 保険監督当局の守秘義務</p>

金融規制および監督

## (資料2) 金融機関の証券業務の進展

- 1948年 証券取引法65条で原則として金融機関の証券業務を禁止  
例外として、公共債に関する業務、顧客から文書で依頼を受けた取引等を認める
- 1966年1月 金融機関等初の引受シ団結成
- 1983年4月 窓口における国債販売開始
- 1984年6月 公共債のディーリング開始
- 1985年10月 債券先物取引特別参加
- 1993年7月 証券子会社(業務制限あり)設立開始
- 1997年10月 金融機関の証券子会社にエクイティもの(CB、ワラント債、ワラント)の流通業務及び株価指数先物・株価指数オプション取引を解禁
- 1997年12月 窓口における投資信託の間貸し販売開始
- 1998年12月 窓口における投資信託の直接販売開始  
店頭デリバティブの取扱い開始
- 1999年10月 金融機関の証券子会社の業務制限を完全撤廃
- 2002年9月 金融機関とその証券子会社との店舗の共用制限を撤廃  
銀行等による書面取次ぎ業務の制限を緩和

( 附 則 3 - ) 証券会社等の監査等に関する事務ガイドライン(1)

(別紙)

「証券会社、投資信託委託業者及び投資法人等並びに証券投資顧問業者等の監督等に当たっての留意事項について」(「事務ガイドライン」)	後
改	正
<p>第1部 証券会社等の監督関係</p> <p>3. 証券会社の監督事務</p> <p>3-4 法第43条第2号に規定する内閣府令で定める状況に係る留意事項</p> <p>(新設)</p>	<p>第1部 証券会社等の監督関係</p> <p>3. 証券会社の監督事務</p> <p>3-4 法第43条第2号に規定する内閣府令で定める状況に係る留意事項</p> <p>3-4-1 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第5号について証券会社が、店舗を金融機関の店舗と同一の建物に設置し、業務を営む場合においては、顧客に対する誤認防止の観点から、以下の点に留意して行うものとする。</p> <p>(1) 当該証券会社と当該金融機関の窓口等が区別されており、かつ、当該証券会社名が適切に表示されているなど、適切な措置が講じられていること。</p> <p>(2) 当該証券会社が、顧客に対して以下の趣旨を十分に説明すること。</p> <p>① 当該証券会社と当該金融機関とは別法人であること。</p> <p>② 当該証券会社が提供する証券業に係る商品や役務は、当該金融機関が提供しているものではないこと。</p>
<p>3-4-1 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第6号について証券会社が、次に掲げる事項を顧客に適切に通知していない場合は、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第6号の規定に該当するものとみなす。</p> <p>①～③ (略)</p>	<p>3-4-2 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第7号について証券会社が、次に掲げる事項を顧客に適切に通知していない場合は、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第7号の規定に該当するものとみなす。</p> <p>①～③ (略)</p> <p>3-4-3 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第8号について証券会社が、乗換えに関する次に掲げる事項について説明を行っていない場合において、説明の実績について社内記録の作成及び保存並びにモニタリングを行う等の社内管理体制を構築していないと認められるときは、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第8号の規定に該当するものとみなす。</p> <p>① 投資信託又は投資法人(3-4-2において「投資信託等」という。)の形態及び状況(名称、性格等)</p> <p>②～③ (略)</p>
<p>3-4-2 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第7号について証券会社が、乗換えに関する次に掲げる事項について説明を行っていない場合において、説明の実績について社内記録の作成及び保存並びにモニタリングを行う等の社内管理体制を構築していないと認められるときは、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第7号の規定に該当するものとみなす。</p> <p>① 投資信託又は投資法人(3-4-2において「投資信託等」という。)の形態及び状況(名称、性格等)</p> <p>②～③ (略)</p>	<p>3-4-2 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第7号について証券会社が、次に掲げる事項を顧客に適切に通知していない場合は、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第7号の規定に該当するものとみなす。</p> <p>①～③ (略)</p>

「証券会社、投資信託委託業者及び投資法人等並びに証券投資顧問業者等の監督等にあつたての留意事項について」(「事務ガイドライン」)

現 行	改 正 後
<p>第1部 証券会社等の監督関係</p> <p>7. 弊害防止措置関係</p> <p><u>7-2 法第65条の規定の解釈について</u></p> <p>(1) 証券会社が有価証券の募集の取扱い又は売出しの取扱いを行う場合に、銀行、信託会社その他令第9条の9で定める金融機関が、当該証券会社が行う募集の取扱い又は売出しの取扱いに係る行為(法第65条の2第1項の登録により行えることとなる証券業務を除く。)の全部を代行することとは、法第65条第1項の規定に違反するおそれがある。</p> <p>(2) 証券会社が有価証券の売買の媒介又は売買の委託の媒介を行う場合に、銀行、信託会社その他令第9条の9で定める金融機関が、当該証券会社が行う売買の媒介又は売買の委託の媒介に係る行為(法第65条の2第1項の登録により行えることとなる証券業務を除く。)の全部を代行することは、法第65条第1項の規定に違反するおそれがある。</p> <p>(3) なお、銀行、信託会社その他令第9条の9で定める金融機関が勧誘行為をせず、単に顧客の要請に基づき当該顧客を証券会社に紹介することは、(1)及び(2)には該当しない。</p> <p>(4) 上記(3)の「紹介」には、銀行、信託会社その他令第9条の9で定める金融機関が、証券会社が自らを紹介する宣伝媒体を当該銀行、信託会社その他令第9条の9で定める金融機関の店舗に据え置き、顧客が自ら入手することを含む。</p>	<p>第1部 証券会社等の監督関係</p> <p>7. 弊害防止措置関係</p> <p><u>7-2 法第65条の規定の解釈について</u></p> <p>7-2-1 法第65条第1項本文の規定の解釈について</p> <p>(1) 証券会社が有価証券の募集の取扱い又は売出しの取扱いを行う場合に、銀行、信託会社その他令第9条の9で定める金融機関(以下「銀行等」という。))が、当該証券会社が行う募集の取扱い又は売出しの取扱いに係る行為(法第65条の2第1項の登録により行えることとなる証券業務を除く。)の一部を代行することは、法第65条第1項の規定に違反するおそれがある。</p> <p>(2) 証券会社が有価証券の売買の媒介又は売買の委託の媒介を行う場合に、銀行等が、当該証券会社が行う売買の媒介又は売買の委託の媒介に係る行為(法第65条の2第1項の登録により行えることとなる証券業務を除く。)の一部を代行することは、法第65条第1項の規定に違反するおそれがある。</p> <p>(3) なお、銀行等が勧誘行為をせず、当該顧客を証券会社に紹介することは、(1)及び(2)には該当しない。</p> <p>(4) 上記(3)の「紹介」には、以下の行為を含む。  ① 当該銀行等の店舗に、証券会社が自らを紹介する宣伝媒体を据え置くこと又は掲示すること。  ② 当該銀行等と証券会社の関係又は当該証券会社の業務内容について説明を行うこと。</p>

	<p><u>(新設)</u></p> <p>7-2-2 法第 65 条第 1 項ただし書の規定の解釈について</p> <p>法第 65 条第 1 項ただし書に規定する、銀行が顧客の書面による注文を受けてその計算において有価証券の売買等、外国市場証券先物取引又は有価証券店頭デリバティブ取引を行う業務については、次の点に留意することとする。</p> <p>(1) 銀行は、当該業務を行う際に、顧客に対し、有価証券の売買その他の取引の勧誘を行ってはならない。ただし、以下の行為は勧誘行為には当たらない。</p> <p>① 当該業務内容の説明を顧客に対し行うこと。</p> <p>② 当該業務内容について、新聞、雑誌、文書、ダイレクトメール、インターネットのホームページ、放送、映画その他の方法を用いて紹介すること。</p> <p>③ 当該業務に係る注文用紙及び上記②に規定する文書を当該銀行の店舗に据え置くこと若しくは顧客に送付すること、又はその文書を店舗に掲示すること。</p> <p>(2) 銀行が受ける書面による注文は、顧客の個別の取引ごとに、売買の別、銘柄、数及び価格（売買の別及び価格については、法第 42 条第 1 項第 5 項に規定する売買の別及び価格をいう。）について、顧客の指示を受けるものとする。</p> <p>当該書面による注文には、あらかじめ定められた期日における継続的な取引の注文を一括して受けるものも含まれる。</p>
--	---

(別紙)

「証券会社、投資信託委託業者及び投資法人等並びに証券投資顧問業者等の監督等にあつたての留意事項について」(「事務ガイドライン」)

後	正	改	前
第1部 証券会社等の監督関係	第1部 証券会社等の監督関係	第1部 証券会社等の監督関係	第1部 証券会社等の監督関係
7. 弊害防止措置関係	7. 弊害防止措置関係	7. 弊害防止措置関係	7. 弊害防止措置関係

(出所) 金融行

(資料3 - )証券会社等の監督等に関する事務ガイドライン(2)

(別紙)

「証券会社、投資信託委託業者及び投資法人並びに証券投資顧問業者等の監督等にあつての留意事項」について、「事務ガイドライン」

現	改	正	後
<p>第1部 証券会社等の監督関係</p> <p>3.証券会社の監督事務</p> <div data-bbox="458 1020 518 1709" style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>3-4 法第45条第2号に規定する内閣府令で定める状態に係る留意事項</p> </div> <p>(新設)</p> <p>3-4-1 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第5号について 証券会社が、店舗を金融機関の店舗と同一の建物に設置し、業務を営む場合においては、顧客に対する騒音防止の観点から、以下の点に留意して行うものとする。 (1) 当該証券会社と当該金融機関の窓口等が区別されており、かつ、当該証券会社名が適切に表示されているなど、適切な措置が講じられていること。 (2) 当該証券会社が、顧客に対して以下の趣旨を十分に説明すること。 ① 当該証券会社と当該金融機関とは別法人であること。 ② 当該証券会社が提供する証券業に係る商品や役務は、当該金融機関が提供し</p>	<p>第1部 証券会社等の監督関係</p> <p>3.証券会社の監督事務</p> <div data-bbox="458 260 518 948" style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>3-4 証券会社の行為規制等に関する内閣府令に係る留意事項</p> </div> <p>3-4-1 取引一任勘定取引の適用除外の範囲 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第1条第1項第2号及び同項第3号における特定同意は、次に掲げる同意を含む。 ① 特定の価格(あらかじめ定める方式により決定される価格を含む。)以上(売り注文の場合)又は以下(買い注文の場合)。 ② 特定の価格を基準値として適切な価値を特定したもの。 ③ 証券会社に一日の取引の中で最良執行を要請した上で価格について当該証券会社が裁量で定めること(いわゆるCD注文をいう。) ④ 一日の出来高加重平均価格等あらかじめ定める方式により決定される価格を目標とすること(いわゆるVWAPターゲット注文が含まれる。)</p> <p>3-4-2 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第5号について 証券会社が、店舗を金融機関の店舗と同一の建物に設置し、業務を営む場合においては、顧客に対する騒音防止の観点から、以下の点に留意して行うものとする。 (1) 当該証券会社と当該金融機関の窓口等が区別されており、かつ、当該証券会社名が適切に表示されているなど、適切な措置が講じられていること。 (2) 当該証券会社が、顧客に対して以下の趣旨を十分に説明すること。 ① 当該証券会社と当該金融機関とは別法人であること。 ② 当該証券会社が提供する証券業に係る商品や役務は、当該金融機関が提供し</p>		

<p>ているものではないこと。</p> <p><u>3-4-2</u> 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第7号について 証券会社が、次に掲げる事項を顧客に適切に通知していない場合は、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第7号の規定に該当するものとみなす。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 法第41条第1項に規定する取引報告書に記載すべき事項</li> <li>② 証券会社に関する内閣府令第60条第1項第13号に掲げる取引残高報告書に記載すべき事項</li> <li>③ ①、②に掲げるもののほか、金銭若しくは有価証券の受渡しに関する事項（ただし、金融機関を通じて金銭の受渡しを行う場合、振替決済により有価証券の受渡しを行う場合等、顧客との間で直接金銭又は有価証券の受渡しを行わない場合における当該受渡しに関する事項を除く。）</li> </ol> <p><u>3-4-3</u> 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第8号について 証券会社が、乗換えに関する次に掲げる事項について説明を行っていない場合において、説明の実績について社内記録の作成及び保存並びにモニタリングを行う等の社内管理体制を構築していないと認められるときは、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第8号の規定に該当するものとする。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 投資信託又は投資法人（<u>3-4-3</u>において「投資信託等」という。）の形態及び状況（名称、性格等）</li> <li>② 解約する投資信託等の状況（概算損益等）</li> <li>③ 乗換えに係る費用（解約手数料、取得手数料等）</li> <li>④ その他投資信託等の性格、顧客のニーズ等を勘案し、顧客の投資判断に影響を及ぼすもの</li> </ol>	<p>ているものではないこと。</p> <p><u>3-4-3</u> 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第7号について 証券会社が、次に掲げる事項を顧客に適切に通知していない場合は、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第7号の規定に該当するものとみなす。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 法第41条第1項に規定する取引報告書に記載すべき事項</li> <li>② 証券会社に関する内閣府令第60条第1項第13号に掲げる取引残高報告書に記載すべき事項</li> <li>③ ①、②に掲げるもののほか、金銭若しくは有価証券の受渡しに関する事項（ただし、金融機関を通じて金銭の受渡しを行う場合、振替決済により有価証券の受渡しを行う場合等、顧客との間で直接金銭又は有価証券の受渡しを行わない場合における当該受渡しに関する事項を除く。）</li> </ol> <p><u>3-4-4</u> 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第8号について 証券会社が、乗換えに関する次に掲げる事項について説明を行っていない場合において、説明の実績について社内記録の作成及び保存並びにモニタリングを行う等の社内管理体制を構築していないと認められるときは、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第8号の規定に該当するものとする。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 投資信託又は投資法人（<u>3-4-4</u>において「投資信託等」という。）の形態及び状況（名称、性格等）</li> <li>② 解約する投資信託等の状況（概算損益等）</li> <li>③ 乗換えに係る費用（解約手数料、取得手数料等）</li> <li>④ その他投資信託等の性格、顧客のニーズ等を勘案し、顧客の投資判断に影響を及ぼすもの</li> </ol>
<p>ているものではないこと。</p> <p><u>3-4-2</u> 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第7号について 証券会社が、次に掲げる事項を顧客に適切に通知していない場合は、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第7号の規定に該当するものとみなす。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 法第41条第1項に規定する取引報告書に記載すべき事項</li> <li>② 証券会社に関する内閣府令第60条第1項第13号に掲げる取引残高報告書に記載すべき事項</li> <li>③ ①、②に掲げるもののほか、金銭若しくは有価証券の受渡しに関する事項（ただし、金融機関を通じて金銭の受渡しを行う場合、振替決済により有価証券の受渡しを行う場合等、顧客との間で直接金銭又は有価証券の受渡しを行わない場合における当該受渡しに関する事項を除く。）</li> </ol> <p><u>3-4-3</u> 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第8号について 証券会社が、乗換えに関する次に掲げる事項について説明を行っていない場合において、説明の実績について社内記録の作成及び保存並びにモニタリングを行う等の社内管理体制を構築していないと認められるときは、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第8号の規定に該当するものとする。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 投資信託又は投資法人（<u>3-4-3</u>において「投資信託等」という。）の形態及び状況（名称、性格等）</li> <li>② 解約する投資信託等の状況（概算損益等）</li> <li>③ 乗換えに係る費用（解約手数料、取得手数料等）</li> <li>④ その他投資信託等の性格、顧客のニーズ等を勘案し、顧客の投資判断に影響を及ぼすもの</li> </ol>	<p>ているものではないこと。</p> <p><u>3-4-3</u> 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第7号について 証券会社が、次に掲げる事項を顧客に適切に通知していない場合は、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第7号の規定に該当するものとみなす。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 法第41条第1項に規定する取引報告書に記載すべき事項</li> <li>② 証券会社に関する内閣府令第60条第1項第13号に掲げる取引残高報告書に記載すべき事項</li> <li>③ ①、②に掲げるもののほか、金銭若しくは有価証券の受渡しに関する事項（ただし、金融機関を通じて金銭の受渡しを行う場合、振替決済により有価証券の受渡しを行う場合等、顧客との間で直接金銭又は有価証券の受渡しを行わない場合における当該受渡しに関する事項を除く。）</li> </ol> <p><u>3-4-4</u> 証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第8号について 証券会社が、乗換えに関する次に掲げる事項について説明を行っていない場合において、説明の実績について社内記録の作成及び保存並びにモニタリングを行う等の社内管理体制を構築していないと認められるときは、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第8号の規定に該当するものとする。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 投資信託又は投資法人（<u>3-4-4</u>において「投資信託等」という。）の形態及び状況（名称、性格等）</li> <li>② 解約する投資信託等の状況（概算損益等）</li> <li>③ 乗換えに係る費用（解約手数料、取得手数料等）</li> <li>④ その他投資信託等の性格、顧客のニーズ等を勘案し、顧客の投資判断に影響を及ぼすもの</li> </ol>

## (資料4)「平成15年度における株式譲渡益課税等の改正について」

### I 株式譲渡益課税関係

#### 1. 上場株式等の譲渡益課税

- ・ 平成15年1月1日から平成19年12月31日まで（5年間）  
優遇税率10%の適用（国税7%、地方税3%）  
（注）基本税率は、国税15%、地方税5%（上場株式等の場合）  
（注）上場株式等とは、国内・国外証券取引所等に上場されている株式等であり、  
上場ETF、上場REIT等も含まれる。  
（注）地方税については申告に基づいて課税される場合には翌年度課税。
- ・ 優遇税率10%の創設に伴い、平成15年1月1日より、100万円特別控除及び長期所有の暫定税率の特例（国税7%、地方税3%）は廃止。

#### 2. 源泉徴収口座（源泉徴収ありの特定口座）における源泉徴収方式の改善及び優遇税率の適用

##### ① 平成15年分

- ・ 毎月ごとの源泉徴収税額の納付・還付（現行どおり）及び年末一括還付  
（1月～3月分は国税15%、4月分以後は国税7%の源泉徴収税率）  
（注）地方税分については、賦課決定方式（申告不要）により投資家自身が納付  
（給与からの天引き有り）。
- ・ その年中に源泉徴収した所得税額のうち、年間通算所得金額の7%相当額を超える分は、年末に一括して還付。

##### ② 平成16年分～19年分

- ・ 年初からの通算所得金額の増減額の10%（国税7%、地方税3%）の源泉徴収又は還付を行い年末において還付されずに残っている税額を翌年1月までに一括納付  
（注）地方税分については、道府県民税として課税（納付先は顧客住所地の都道府県）

③平成20年分～

年初からの通算所得金額の増減額の20%（国税15%、地方税5%）の源泉徴収又は還付を行い年末において還付されずに残っている税額を翌年1月までに一括納付

（注）地方税分については、道府県民税として課税（納付先は顧客住所地の都道府県）

④源泉徴収口座に係る年間取引報告書の税務署への提出不要（平成15年分～）

（注）市町村への提出については、平成16年分以降不要。（ただし、平成15年分については16年2月末日までに、16年1月1日現在の顧客住所地の市町村に送付する必要。）

⑤複数の源泉徴収口座間や一般保護預り口座との損益通算、損失の繰越しの適用を受ける場合には、確定申告（現行どおり）。

3. 簡易申告口座（源泉徴収なしの特定口座）関係

①平成15年分～19年分

年間取引報告書を添付のうえ、確定申告（国税7%、地方税3%）。

②平成20年分～

年間取引報告書を添付のうえ、確定申告（国税15%、地方税5%）

（注）国税につき、確定申告を行えば、地方税も申告があったものとみなされる。また、地方税分については、賦課決定方式により投資家自身が納付（給与からの天引き有り）（いずれも従来どおり）。

（注）地方税については翌年度課税

4. 一般の譲渡益課税

上記3と同様の取扱い（ただし、年間取引報告書の代わりに、計算明細書を添付）

## Ⅱ 配当課税

### ① 上場株式等の配当等に対する課税の特例

- ・ 平成15年4月1日～12月31日

源泉徴収税率10%（国税10%）

（注）うち3%に相当する分については、地方交付税として、国から地方公共団体に交付。

- ・ 平成16年1月1日～平成20年3月31日

源泉徴収税率10%（国税7%、地方税3%）

（注）地方税分は、道府県民税として課税（納付先は、顧客住所地の都道府県）

- ・ 平成20年4月1日～

源泉徴収税率20%（国税15%、地方税5%）

（注）地方税分は、道府県民税として課税（納付先は、顧客住所地の都道府県）

（注）上場株式等とは、国内・国外証券取引所等に上場されている株式等であり、上場ETF、上場REIT等も含まれる。

（注）ただし、大口株主（発行済株式総数の5%以上を所有している株主。以下、同じ。）については、上記の特例の適用はなく、現行どおり。

### ② 少額配当申告不要制度の適用上限額の撤廃（平成15年4月1日～）

上場株式等の配当等について、少額配当申告不要制度の1回の支払金額に係る適用上限額（1銘柄につき、年10万円以下）を撤廃し、1銘柄当りの年間配当額が10万円を超える場合でも、源泉徴収のみで納税を完了させることができる。（確定申告をして、配当税額控除を適用のうえ、総合課税を選択することも可能。）

（注）大口株主は、確定申告の義務あり（確定申告の場合には、総合課税。また、配当税額控除の適用あり（現行どおり））。

### ③ 上場株式等以外の配当等に対する課税

- ・ 源泉徴収は、国税20%（現行どおり）。また、確定申告による総合課税（配当税額控除あり）（現行どおり）。
- ・ 少額配当申告不要制度の適用あり（現行どおり）。

### ④ 源泉分離選択課税制度（国税35%）は平成15年3月31日をもって廃止。

### ⑤ 地方税における少額配当（1銘柄当たり10万円以下）に係る所得割の非課税措置は廃止（確定申告を行い、総合課税）。

### Ⅲ 公募株式投資信託課税

#### ① 平成16年1月1日～平成20年3月31日

- ・ 現行の利子並み課税の対象外とする。
- ・ 源泉徴収税率10%（国税7%、地方税3%）を適用し、上記Ⅱ②の少額配当申告不要制度の適用上限額の撤廃が適用される。

（注）確定申告する場合、総合課税（配当税額控除の適用あり）。

（注）地方税分は、道府県民税として課税（納付先は、顧客住所地の都道府県）

- ・ 解約（償還）損については確定申告により、株式譲渡益との通算が可能となる。

#### ② 平成20年4月1日～

- ・ 源泉徴収税率20%（国税15%、地方税5%）
- ・ 利子並み課税の対象外、少額配当申告不要制度の適用上限額の撤廃は上記①と同じ。

### Ⅳ 「タンス株券」（自己保管上場株式等）の特定口座への受入れ

#### 1. 受入れ可能期間

平成15年4月1日～平成16年12月末

#### 2. 受け入れる際の取得価額

- ① 取引報告書等、実際の取得価額、取得日が確認できる書類を提出した場合は、その価額
- ② 株券の写し等、取得（名義書換）日が確認できる書類を提出した場合は、当該取得（名義書換）日の終値
- ③ ①及び②以外の場合は、みなし取得価額（平成13年10月1日の終値の80%）

#### 3. その他

現在、一般口座に保管されている株券（平成13年10月1日以降入庫分）は、簡易な出入庫の手続きにより、特定口座に移管することを可能とする。

（出所）金融庁

証券市場改革の現状と課題  
ここ一兩年の動きを受けて

平成15年10月25日 発行©

発行者 財団法人 日本証券経済研究所

東京都中央区日本橋茅場町1 - 5 - 8

(東京証券会館内) 〒103-0025

電話 03 ( 3669 ) 0737 ( 代表 )

URL : <http://www.jsri.or.jp>