

証券市場の改革

神 田 秀 樹

関理事長 それでは、お待たせいたしました。本日の「資本市場を考える会」をただいまから始めさせていただきます。

今日は、御案内いたしましたとおり、東京大学の神田秀樹先生をお招きいたしました。「証券市場の改革」というテーマでお話をいただくことにいたしました。

神田先生は、大変著名な方でございますので、改めて御紹介する必要はないと思いますが、今日お配りしております御略歴にありますように、法制審議会、金融審議会、政府税調、企業会計審議会、総合規制改革会

議等々、私も証券界に関係のある審議会のほとんどに参加され、またそのいくつかでは、いろんな形でまとめ役も務められていらっしゃる方でございます。このように大変御多忙であり、なかなかお話をいただく機会を得られなかったのですが、今日は御無理をお願いしましてお引き受けいただいたわけでございます。

それでは、早速、先生のお話を伺いたいと思います。

御紹介いただきました神田でございます。

本日は、このような場でお話をさせていただく機会をいただきましたことに対し、厚く御礼申し上げます。

二カ月前ぐらい前に、理事長から講演の御要請がありました。喜んでお引き受けしたのですが、最初は「証券市場の改革」というテーマで、昨年一月に取りまとめをした金融審議会金融分科会の第一部会報告についてお話をしようと考えました。さらに、この講演会が「資本市場を考える会」として企画されていますことも考慮して、皆様方と御一緒に何かを考えるような話にした方がよいだろうと思いました。今日も雑談に終始するかもしれませんが、その中で、皆様とともにいくつかの問題について考えてみたいと思っております。

最初に私が考えていることを申し上げますと、

それは、二つあります。一つは、種々の制度改革が現在進行中でありますが、その中で従来の考え方が変更になったと思われるものがいくつかあります。考え方が変更になったということは、政府あるいは担当の省庁から、必ずしも公式の見解として明らかにされているわけではありませんので、私の理解が間違っている可能性も高いのですが、考え方が変更になったと私が考えている部分についてお話を申し上げてみたいと思っております。

もう一つは、実体経済がよくないからいたし方ないのかもしれませんが、八方手を尽くしても証券市場は一向によくない状況にあります。一体どのようにすればよいのかということについて、私もこの二、三年、いろいろなところで考えたのですが、名案はないというのが正直なところです。しかし、過去はともかく、将来を見通した

場合に、いくつか手掛かりはあるのではないかと思わないわけでもありません。この点は、非常に大きな問題意識にかかわってきます。講演という限られた時間ではありますが、皆様とともに考えてみたいと思います。

一、背景

まず、「背景」ということで申し上げたいのは、去年あたりから日本の証券市場改革、あるいは「改革促進プログラム」などについて議論がなされているわけですが、本来は、このような改革は、一九九六年から五年間の予定で行われた「金融ビッグバン」と呼ばれる大幅な制度改革が既に先行実施されているということであります。このビッグバンは、五年程度をめどに証券市場を活性化することが大きな柱でありました。実際に、法

制度面で見ましても、「株式売買委託手数料の自由化」を始めとして、「ビッグバン」という名に値するような大改革がこの五年の間に行われまして、関係する法律の改正だけでも非常に大幅な改正が行われたことは皆様方も御存じのとおりです。

にもかかわらず、証券市場は活性化していないというのが現実であり、これがわれわれを悩ませているわけであります。このことは、何も証券分野だけには限りません。銀行セクターを含めて広く金融セクター全般がそうだと思えますが、「結果よければすべてよし」で、結果が悪ければ何をやってもし元気が出てこないというのが正直なところではないかと思えます。

私のように法制度を専門にしており、実際の業務に疎い者の立場から申し上げますと、制度改革としては一生懸命やってきたつもり――審議会等

を通じて私も改革の議論には積極的に参加してきましたし、自分で正しいと思ったことは主張してやってきたつもりです。その意味では、制度を改革してきてよかったと思つてはいますが、しかし、残念ながら、その効果がよい形であらわれていないというのが現実であります。いろいろな事情がありますので、制度だけが問題であるとは思いませんが、制度改革を行つても成果に結びついていないということは、大変に残念なことです。

二、証券市場の改革促進プログラム（平成一四年八月）

それでは、なぜ昨年の八月頃から証券市場の改革が議論され始めたかについて、その考え方を次に説明いたします。お手元の資料には、金融庁が

昨年八月六日付で公表した「証券市場の改革促進プログラム」とその後の進捗状況を一二月の時点でまとめた資料があります。

八月六日付の「証券市場の改革促進プログラム」は、既に皆様方お読みになっていることと思いますが、冒頭に書いてありますように、「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」と、その目的が述べられています。そして、「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」と書いてあります。

先ほど申しましたように、本来、金融ビッグバンはこの目的を実現するはずのものであったわけです。そこで、今回の個別の項目について、何かやり残しているものに該当するものか、あるいは

金融ビッグバンをやった後に出てきた問題なのかという観点から各論を見てまいりますと、そのうちのいくつかの項目につきましては、金融ビッグバンと一緒にもっと早く実施することができたものである、といえるものもあります。しかし、主として中心になる項目は、諸外国の動向やアメリカにおけるエンロン事件などを踏まえて、昨年の時点で組み直したものであるといえると思いません。

そのような意味では、この「証券市場の改革促進プログラム」は、昨年六月に閣議決定されました「経済財政運営と構造改革に関する基本方針」いわゆる「骨太の方針」と当時呼ばれましたものにしたがって、経済財政運営と構造改革をあわせて実施するために、関係省庁の一つとして、金融庁がその所管分野である金融の分野——本日 of テーマに即して言えば証券市場——についての構

造改革の第二弾として出されたものであります。

「証券市場の改革促進プログラム」がその後どのように進捗していったかについては、「進捗状況」に書いてあるとおりであります。今回の改革は非常に迅速に進められましたので、金融審議会第一部会の報告が出されたことにより、ほぼこの改革促進プログラムは完了しております。

積み残されたものは、ほとんどありません。それは、この進捗状況というのをこらんいただければわかると思えます。詳しくは後で、若干関連して、時間があれば触れたいと思えますけれども、進捗状況をこらんいただけだと思います。

「骨太の方針」は個別事項の「積み上げ方式」によって成り立っているものですから、実現可能な項目を全部並べているというようなところがあります。個々の項目で見ますと、一心体系的には

分類はされていますが、それぞれ違った経緯から来ているものがあります。一、二、御紹介しますと、例えば「投資教育」ということは従来から大いに議論されてきたことでありますが、この「進捗状況」でいいますと、「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」という項目に整理され、昨年のうちに実施済みとなっております。

それから、多少系統の違ったもので従来からいわれてきたものでいいますと、「取引一任勘定取引の範囲の見直し」という項目があります。御存じのように、「損失補てん問題」を契機としまして、「損失補てんの禁止規制」及び「証券会社による取引一任勘定の原則禁止」という他国に例を見ない非常に厳しい禁止規制が導入されたわけですが、この項目は、それを一部通常の姿に戻すというものであります。これは前から議論されてい

たことですが、少し実施の時期が遅れて、一二月六日から一三日に実施されたということでございます。

ここで申し上げたいのは、「積み上げ方式」という表現が適切なのかどうかよくわかりませんが、いろいろな項目が入っており、「やれることは全部やる」という考え方に基づき、昨年八月の時点で取りまとめたものということであり、ます。「やれること」とは、その時点でいえば、「実現可能なもの」ということになるかと思いますが、実際には「証券市場の改革促進プログラム」に書かれたものは、ほぼすべて実現できたと言えます。なお、まだ関連法案は通っておりませんので、この春には大体実現できるめどが立っていると言った方がより正確かと思えます。

三、金融審議会第一部会報告

(平成一四年一二月)

次に、第一部会の報告に移らせていただきたいと思ひます。本文のページに書いてありますのは過去の経緯です。過去に起きたことはそこに書いてあるとおりであります。

その次に、今簡単に申し上げました「証券市場の改革促進プログラム」について触れられています。第一部会では、市場仲介者、取引所、ディスクロージャーという三つのワーキンググループを開いてそれぞれ御検討をいただきました。いずれも非常にスピーディーに御検討をいただきました。その結果を一二月に取りまとめることができたわけでありませう。その各論ですが、いくつかの項目についてお話をさせていただきたいと思ひま

す。

なお、順番としては、市場仲介者、ディスクロージャー制度、そして取引所という順番でお話しさせていただきませう。このうちの市場仲介者と取引所にかかる部分は、かなりの部分が法改正を必要とするものです。先ほど申しましたように、

この三月一四日に証券取引法等改正法案が閣議決定され、国会に提出されていませう。金融庁所管の法案としては、その他に二つの法案が同じ三月一四日に国会に提出されていませう。証券取引法等改正法案が、第一部会報告との関係では市場仲介者と取引所の改革にかかわるものであり、法改正を必要とするものですが、その他の二つの法案とは、保険業法改正案と公認会計士法の一部改正法案です。

保険業法改正案は、主としてセーフティネット整備が中心です。公認会計士法の一部改正法案

については、金融審議会の公認会計士制度部会で一二月に報告が出されています。今回の公認会計士の改正は、御存じのように、エンロンの事件を受けたアメリカでの企業改革関連の法改正――「サーベンス・オクスリー法」、「企業会計改革法」などと訳されていますが、それを参考にして、日本の公認会計士監査その他について大幅な改革をするものです。その公認会計士法の一部改正法案もあわせて国会に提出されています。これらの法案について、この通常国会で成立することが期待されているわけでありす。

第一部会報告のうちのディスクロージャー制度にかかわる部分は、現在の法体系では法律の改正は必ずしも必要としません。いわゆる政省令の改正で対応可能です。具体的には証券取引法施行令という政令及び内閣府令という省令に当たるものの改正で対応することができます。政令と内閣府

令の改正案そのものは、既に金融庁からインターネット等を通じて意見募集がなされており、その募集期間はもう終了しておりますので、この四月一日から原則として施行されることが見込まれています。その内容は非常に大きな改革です。

(1) 市場仲介者

第一部会報告のうち、「市場仲介者に関する制度整備」の主要な論点は、三つないし四つです。第一点は、「証券会社等の最低資本金の引き下げ」であります。証券会社、投資信託委託業者、投資顧問業者の最低資本金を引き下げることによってあります。これは、趣旨は明らかだと思えますので、ここでは特に説明は申し上げません。

第二点は、「証券会社等についての主要株主ルールの導入」であります。銀行、保険会社につきまして、既に主要株主ルールが導入されており

ます。その導入の際に、証券会社についても主要株主ルールが必要なのではないかという声がありました。当時は議論が時間切れとなり、証券会社についての主要株主ルールの導入は遅れておりました。それが、今回ようやく導入されるということでもあります。

従来、日本の法制度では、金融分野の銀行、保険会社、証券会社などが、自ら株主となって他の会社の株式を持つことについては、独占禁止法の規制及び銀行法等の関係する業法の規制がありました。しかし、他の者から銀行等が自らの株式を持たれるということ、すなわち、他の者が銀行の株式あるいは証券会社の株式を保有することについては、何ら規制は存在しなかったわけです。

一九九二年の制度改革により、金融分野において「子会社による相互参入方式」が導入されました。例えば、銀行が証券子会社をつくる、あるいは

は証券会社が銀行子会社（実際には信託銀行子会社ですけれども）をつくる場合についてはルールができました。さらに九七年（平成九年）の独占禁止法改正による持株会社の解禁を受けまして、翌年に、金融関係の持株会社形態での業務運営についてのルールができました。そのときに、銀行持株会社、保険持株会社についての規制はできたわけではありませんが、この場合でも、例えば銀行の株を五〇％超持つについても、独占禁止法上の持株会社には該当しないものは、銀行持株会社とはならない、したがって、それを規制するルールはないという状態が九八年以降続いていたわけであり

ます。

しかし、諸外国等を見ましても、例えば銀行についていいますと、アメリカでは銀行の株を——アメリカは二五％基準ですけれども——持っていますと、日本の独占禁止法上の持株会社の定義に

該当するか否かにかかわらず、アメリカでは一律に銀行持株会社ということになります。このことは言葉をかえていうと、日本の銀行持株会社は、単に銀行の株を五〇％超持つているだけではなく、加えて独占禁止法上の持株会社の定義、すなわち自分の会社の資産の半分超は子会社の株式であるという定義を満たして初めて銀行持株会社の規制に服するということになります。この定義では余りにも狭すぎるとおもいますが、当時はそれなりの事情があつて、そのように狭く定義することとされました。

銀行の主要株主規制が導入される直接の契機となりましたのは、いわゆる異業種参入でありま

す。異業種による銀行業の参入はむしろ促進すべきだ、そのためのルールをはっきりさせるべきだ、という議論が活発になりました。それを法制度化するに当たっては、特定の株主が金融機関の

経営に好ましくない影響力を及ぼさないように、規制は最小限にしつつ、何か問題が起きたときには、監督当局が必要な措置を講ずることができるよつな体制にする。それが諸外国の趨勢でもあります、ということ、銀行、保険会社について、一足先に主要株主ルールが導入されたわけですが、基本的には二〇％超の株式保有を認可制にするというのが基本の考え方です。

証券会社については、議論の時間が少し足りなかつたために若干遅れましたけれども、今回、証券会社、投資信託委託業者及び投資顧問業者——これは一任勘定取引を行う認可投資顧問業者です——について、同様の主要株主ルールが導入されました。

第三点は、「証券代理店（仮称）制度」であります。

三月一四日に国会に提出されました証券取引法

等改正案では、名前は「証券代理店」ではなく、「証券仲介業」という名前になっております。趣旨は、第一部会報告に書いてあるとおりでありまして、「投資家の市場アクセスの拡充を図るため、証券会社について、自らは顧客口座を有さず証券会社と顧客の証券取引の仲介を行う証券代理店制度（仮称）を導入すべきである」という趣旨であります。販売チャネルの多様化につきましては、こういうものはあった方がいいというのは当然いえることだと思います。第一部会での議論では、証券代理店制度は、法人・個人双方に認めるべきであるという点については、特に異論はありませんでしたが、「一社専属制」にすべきかどうか、ということについては、かなり議論になりました。保険業の場合の「乗り合い代理店」、あるいはもっと普通の物流の世界で見ますと、新聞の販売店などのように複数の新聞を扱っている場合

がありますが、証券代理店の場合には、これを認めるかどうかということで大変議論が分かれまして。「一社専属制」、つまり一つの証券会社のためだけの代理店であるように制限すべきであるという議論もかなり強くなされました。しかし、結論としては、複数の証券会社との取引を仲介することを認めるべきであるということになりました。

このような新しい仲介サービスを認めるに当たっては、必要な行為規制を設けるということも第一部会報告には書いてあるとおりであります。これらの手当てをあわせ行うという内容を盛り込んで、国会に提出されました証券取引法の改正法案はできております。

多少、考え方にわたる部分になりますが、「証券仲介業」という名称については、法制上の技術的な名称のつけ方の問題はあろうかと思えますけれども、余り細かい法律技術的なことは別にし

て、一般的に考えてみますと、もともと証券会社であっても証券仲介取引を行っているのですから、「証券仲介業」という名称は、一般の人にはなかなかわかりにくい言葉なのではないかと思えます。

一般の証券会社とどこが違うのかというと、少なくとも二点違いがあります。第一点は、証券会社は顧客口座を持つが、「証券仲介業」は顧客口座を持たないという違いです。第二点は、「証券仲介業」は証券会社と顧客との間の証券取引の仲介を行うものであるという点に違いがあります。したがって、むしろなじみやすさからいうと、「代理店」という言葉の方がなじみやすいのかもしれません。

しかし、法律上の性格は何かということについては様々な議論があると思います。伝統的な証券会社の場合は御存じのように、仲介業の性格は通

常は「取り次ぎ」であるとされています。「問屋」と書いて「といや」と伝統的に呼んできましたけれども、商法上の性格、私法上の仲介の行為の性格はそのようなものだと言われています。

これに対して、「代理店制度」、証券法上の法律用語では「証券仲介業」と呼んでいますけれども、この証券仲介業の方は通常は「問屋（といや）」ではなく、特定の証券会社のために——これは複数でもいいわけですが——仕事をするとということになりますので、非常に紛らわしいですけれども、商法上は恐らく「代理商」と呼ばれているものに該当するものと思われれます。ただ「代理商」というと、法律上は「代理」になるのかというと、これは細かい話で恐縮ですが、決まらずにはありませんで、商法上は「代理」でも「媒介」でもよいとされています。

ここで、「媒介」と「代理」と、それから先ほ

どいしました「取り次ぎ」の三つは、取引をするときの法形式の形態がそれぞれ異なります。したがって、これらの三つの用語は、私法上の取引に關与する仕方が異なるというのが法律的にはいえるわけです。ともかく、証券会社があつて、顧客があつて、その間を仲介するのが今回の「証券仲介業」ということなのです。

いずれにしても、証券会社は自分で広範囲に顧客と取引ができますし、証券会社が他の証券会社と顧客との間に入ることももちろんできるわけです。したがって、証券会社よりは狭い範囲の業務、つまり特定の証券会社のために顧客との間を仲介する業務を認めたことの趣旨は、販売チャネルの多様化ということでありませぬ。大きな制度創設といったものではありませんが、このような業務が認められたということは、制度の整備としては極めて自然なことです。これまで法律上の制度

がないためにこのような業務を行うことができなかったということの方が、かえつて不自然であると思います。この新しい制度がどの程度実際に効果があるかどうかという問題はありますが、法律的にはおもしろい、盲点を突いたような制度であつて、なぜ今までなかったのだろうかと思わせるような制度であります。

(2) ディスクロージャー制度

次に、第一部会のディスクロージャーについてお話をさせていただきます。

「市場仲介者」についての改革は、一応予定したものは全部審議できましたので、「市場仲介者ワーキンググループ」は解散になりました。これに対して、「ディスクロージャー・ワーキンググループ」と「取引所ワーキンググループ」については、昨年十二月の時点において、実施可能なも

のは取りまとめを行い今回の改革に加えることとしましたが、さらに引き続き審議するものが残されており、これらので、これらのワーキンググループは今後も継続することになっております。

ディスクロージャーの改革については、第一部会報告では、「ディスクロージャーの充実・強化」が提言され、それと同時に、従来の言い方に従えば「規制の緩和」に相当する「経済の活性化に資するディスクロージャー・ルールの整備」及び「手続等の簡素化・迅速化」が取り上げられております。「その他」は積み残し案件で、今後検討するといつものであります。

なぜ「規制の強化」と「規制の緩和」の両者が交錯しているかということですが、「ディスクロージャーの充実・強化」が提言された理由は、諸外国の動き、とりわけエンロン事件等を受けて、世界的にもディスクロージャーの強化が求

められていることによるものであります。これに対し、「経済の活性化に資するディスクロージャー・ルールの整備」及び「手続等の簡素化・迅速化」については、日本のディスクロージャー制度の簡素化が、悪くいえば遅れていた、よくいえば慎重にやってきたということになるのです。が、今回、その簡素化・緩和が実現するといつものであります。

「ディスクロージャーの充実・強化」は、従来のディスクロージャーの内容に加えまして、新たに三つの情報について、その充実を図るといつものであります。さらに、アメリカで導入された有価証券報告書等の内容の適正性に関する代表取締役の確認制度が日本においても導入されることとなります。

三つの情報について説明しますと、その第一は「ガバナンス関連情報」と呼んでいるものであり

ます。具体的には、内部統制システム、リスク管理体制、役員報酬等でありまして、これらの詳細につきましては、内閣府令案が本年三月に公表されておりますので、それを見るとさらに細かいことが書いてあります。本日は時間の関係で、残念ながら詳しくはお話しできません。

ただ、「役員報酬等」が開示対象に加えられたことで、非常に話題を呼びましたが、役員報酬につきましても、社内取締役と社外取締役とはそれぞれ区分して開示するよう求めています。ただし、個人ごとの金額でなくともよく、社内と社外に区分した合計額でよいとされています。また、公認会計士に払う監査報酬については、監査にかかる部分の報酬と、それ以外の報酬を区分して開示することが求められています。これはエンロン事件などを踏まえた結果であります。このような情報の開示が求められるというのは新しいこと

であります。

第二は、「リスク情報」として、種々のリスク情報が一括してまとめられています。これらの一部は従来から開示されてきたものもありますが、今回は「特定の取引先への依存」、「重要な訴訟事件の発生」等をまとめてリスク情報として書くというところで整理されました。

三番目が、アメリカなどで「MD&A」（マネジメント・ディスカッション&アナリシス）といわれているものであります。「経営者による財務・経営成績の分析」ということであります。これについては、私は、日本の制度は従来の考え方を変えてきていると評価できるのではないかと思います。

どのようなことかと申しますと、アメリカではこのMD&Aなども、十年以上前から導入していますが、日本の場合、財務諸表、有価証券報告書

などについての伝統的な考え方は、ハードなデータ、つまり数字を中心にするということで一貫していました。このことは、諸外国の証券分析や大企業などの研究等を見ますと、日本の財務諸表、有価証券報告書については、ハードなデータが非常に充実しているということで、逆に高い評価を得ていたという面もあります。経営者による財務・経営成績の分析は、客観的な事実ではなくて、会社の経営者がどう考えるかという「経営者の判断」をディスクローズする（開示する）ものでありますから、これは従来のハードなデータを開示するというものとは明らかに考え方が違うわけです。このようなものを「ソフトインフォメーション」と呼んでいた時期もあります。九〇年代の議論において、この「ソフトインフォメーション」については、開示した方がわかりやすいから良いと評価する人々もいましたが、他方で、経営者

はどう考えるかという「ソフトインフォメーション」をハードなデータ（客観的なデータ）と一緒に出すのはかえって混乱するという慎重論もあつたわけであります。

日本では、そのような「ソフトインフォメーション」あるいは「ハードなデータ以外のもの」はむしろ差し控えて、有価証券報告書や財務情報について、若干の例外はありますけれども、「基本的にハードなデータすなわち客観的なものに限定する」という考え方でこれまでやってきました。そのような従来の考え方を一部変更するということを今回は意味しているように思います。しかし、なお反対論もありますけれども、理屈はともかく世の流れは「ソフトインフォメーション」を取り込む方向にありますので、日本はこのような国際的な流れに沿って変わってきているということであります。

そのほかには、有価証券報告書の記載内容の適正性を代表取締役が確認をする制度が加えられました。これも日本には余りなじみのない制度ですが、アメリカのエンロン事件を契機に導入されたものであります。アメリカなどでは、「宣誓」、すなわち財務諸表が正しいと私は誓いますということと宣言して、そこに署名をするというのは非常に大きな意味があると思います。しかし、日本において代表取締役がそれを確認することにどのような意味があるのかという感じもしないではありません。「確認制度」は省令レベルで定められていることでありますけれども、そのような制度が今の世の流れを受けて実現することとなりました。ただし、これは任意の制度でございます。したがって、この制度が日本においてどのような意味を持つてくるのかは、今後にゆだねられることになるものと思えます。

次に、「経済の活性化に資するディスクロージャー・ルールの整備」及び「手続等の簡素化・迅速化」は、政令改正にもかかわる大きな「規制の簡素化」に該当する事項であると思えます。「経済の活性化に資するディスクロージャー・ルールの整備」にありますように、いくつかの重要な改正がなされます。その項目だけを拾いますと、「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」及び「公開買付規制の適用除外要件の拡大」であります。そのほか、少し細かくなりますが、「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」があります。さらに「手続等の簡素化・迅速化」では、さらに細かい話ですけれども、ディスクロージャーに関する手続での簡素化・迅速化に関連した改正がございます。細部は省略させていただきますが、これらの具体的な

内容は、この三月までにすべて公表されております。

「経済の活性化に資するディスクロージャー・ルールの整備」の関連では、「適格機関投資家の範囲の拡大」があります。プロ私募の相手となる「プロ」について、既にこれまで定義されていた者に加えて、新たに「短資会社」、「ベンチャー・キャピタル会社で一定の要件を満たした者で、金融庁長官に届け出た者」を対象に含めるとともに、そのほか、これはベンチャー・キャピタルの一つであります。「中小企業等投資事業有限責任組合」あるいは「厚生年金基金のうち、一定規模以上のもので金融庁長官に届け出をした者」等を加えています。

さらに「民間都市開発推進機構」（民都機構）を加えています。また、従来から一般の事業会社については、投資有価証券の額が五〇〇億円以上

（直近二事業年度以上）であり、かつ金融庁長官に届出をしたものは適格機関投資家になれるという制度がありました。しかし、その届出をしている会社は数社しかないという状態だったので、この「五〇〇億円基準」を「一〇〇億円基準」に引き下げるといふものであります。これは理屈は、もともとプロといふのは自分で自衛できる、つまりディスクロージャー制度で守ってもらう必要はないのだという考え方に基づいています。そのプロと呼べるのはどの範囲なのかということの線引きについて、日本は慎重なところからスタートしていましたが、それがだんだん下がってきたということがあります。

他方、それに関連して、「少人数私募と適格機関投資家の関係」という問題があります。これも以前から規制緩和の要望が強かったものであります。現在の「私募」の概念は、「プロ私募」を別

にすれば、「少人数私募」という定義であり、いわゆる「五〇名基準」であります。勧誘の相手方が五〇名までであれば、「プロ」でない「アマ」が相手方であってもディスクロージャーは免除となります。

この少人数私募の「五〇名」を計算する場合に、**「プロ」すなわち適格機関投資家も含めて五〇人であるというのが従来の考え方であり**ます。しかし、「プロ」は除外して、「アマ」だけで五人までを「少人数私募」とすべきではないかという緩和論が従来から強くありました。アメリカの場合、「三五人基準」でありますが、この三五人には「プロ」は除かれており、「アマ」が三四人ならディスクロージャーの対象外になります。したがって、これを日本に適用すれば、極端な場合、例えば「プロ」すなわち適格機関投資家が一〇〇人いても、「アマ」の投資家が四九人ならそ

れでもディスクロージャーは原則免除でよいということになりましたが、日本でもこの考え方を採用しようということになりました。

本年四月以降から、新しい取り扱いとなり、適格機関投資家は少人数私募の基準である五〇人の計算に含めなくてよいこととなります。ただし、適格機関投資家は二五〇名以下であることなどの若干の要件がついています。

ここにも考え方の変更があると思います。これまで「少人数私募」は何故ディスクローズしなくてよいのか理屈がよくわからないところがありました。ディスクロージャーの理屈からいいますと、「プロ私募」はディスクローズしなくてよいという論理は成り立ちます。これは相手に自衛能力があるからであり、法律によりディスクローズを強制までして投資家を保護する必要がないという理由があるからです。しかし、少人数なら何故

ディスクローズしなくてよいのか、ということについては、本来なかなか理屈は立たないはずなのです。

このことに対する一番の有力な説明は、「五〇人未満程度の少人数ということはお互いによく知っている相手方に勧誘するのであろう。つまり、縁故で販売している、既知の人に売っている。したがって、投資に必要な情報は相対で取れると思われるので、法律によるディスクロージャーを強制しなくてもよい」というものであり、これが従来 of 解釈であったように思います。しかし、一九九〇年代になると、「今やIT技術も発達し、インターネットを通じて四九人に売るとすれば、とても縁故とはいえないのではないか」などといういろいろな議論が出てくるようになります。このように従来 of 解釈は非常に形骸化していますので、「なぜ少人数私募があるのか」に

ついては、あまり説得的な理屈がないというのが現状です。

しかしながら、従来 of 解釈は、少なくとも「縁故」という理屈付けで、かろうじて息をつないできましたので、その理屈からいうと、機関投資家だからといって五十人基準 of 計算 of 対象者から単に外すわけにはいかないのです。アメリカについては「三五」という日本より少ない基準であり、また、その内容も違つので、あまり単純な比較はできないということ、従来 of 説明が維持されてきたのですが、今回ここは思い切つて、機関投資家は含めないということに変えたわけです。しかし、このように新しくなつたルールのもとで「少人数私募はなぜディスクロージャーが不要か」ということについては、説明が相当難しくなるのではないだろうかと思ひます。

次に非常に大きな改革は、エクイティ関連証券

に対するプロ私募の導入です。プロ私募が導入されたのは、平成四年（一九九二年）の改正ですが、それ以来、プロ私募は「債券」に限られるものであって、株式その他のエクイティものはプロ私募の対象にはならない、というのが一貫した考え方でした。それで日本は一〇年余りやってきました。

この考え方については、私は以前から疑問に思っていました。今回比較的あっさり改正されたということは、これもまた考え方が変わったといわざるを得ないと思います。平成四年改正のときの考え方は、株式の場合には債券と違って、機関投資家から他の一般の投資家に譲渡されていくことを、法律上、抑えることはできない。というのは、株式の自由譲渡性というものを商法が保証している。したがって、株式のプロ私募の場合には、私募として、最初はプロである適格機関投資

家に販売されるかもしれないが、結局、適格機関投資家から他の一般のアマに譲渡されていくことを法律上止めることはできなという理由から、プロ私募は認めないという整理をしたはず。しかし、これは確かにおかしな理屈です。アメリカにも、株についてのプロ私募はあります。いろいろ細かいルールがありますが、制度としては導入されてしかるべきものであると考えます。

ただし、株式というと、一般に普通株は一種類しかありませんから、常時公開している会社が追加的に株を発行する場合には、プロ私募は認められません。これはアメリカにおいても同様です。したがって、公開された流通市場がない、つまり、新しく公開する前の会社について、その株のプロ私募を認めるという整理になるわけです。

問題は、法律上、もし機関投資家が当初の取得時の制約条件に違反して一般の投資家に譲渡して

しまったらどうなるのかということですが、この当初の制約条件としては、いろいろ条件がついていますが、当然、機関投資家以外の人には売りませんという約束をして取得するわけであり、また取得させる方もそのような約束があることを条件に取得させるわけです。もし、この条件に違反して一般投資家に流れた場合の理論的な整理がどのようになされたのかよくわかりません。したがって、これから申し上げることは私の個人的な感想にすぎませんが、平成四年当時の理論的な整理は次のようなものであったと思います。

日本ではプロ私募であれ、少数数私募であれ、まず最初に「公募」か「私募」かいずれかに決める。一度「私募」と決まったら、「私募」が後から「公募」になることはないというのが当時の整理でした。アメリカでは、「公募」か「私募」はもちろんだ義で決まるわけですが、もし私募ル

ルに違反した場合、今の例でいいますと、適格機関投資家が一般の投資家に売ってしまった。これは契約の違反ではありますが、売ってしまった場合には、その時点で「公募」になります。「公募」になれば、ディスクロージャー義務が生じます。発行者開示主義ですので、ディスクロージャーをしなければいけないのは発行者となります。したがって、機関投資家が違反して売ったことにより、発行者の知らないところで「公募」が起きていることになるのですが、この場合には、その時点で発行者にディスクロージャー義務が生じるというのがアメリカの制度です。

しかし、日本は平成四年に債券のプロ私募を導入したときに、このようなアメリカの仕組みを日本で動かすのは相当難しいという理由から、入り口で「公募」か「私募」かいずれかに決めるということになりました。発行後、プロ私募につい

て、私募ルールの違反が起きた場合、一度、入り口で「私募」に決まったものはずっと「私募」でいくのかどうか、この点は、必ずしも解釈上の問題として明確ではありません。しかし、どうも日本では、「私募」は最後まで「私募」でいく、したがって私募ルールの違反は起きないように日本のこの制度を運用していくという考え方であったように思います。

しかし、株についてプロ私募が導入された場合には、プロの適格機関投資家がそれを一般の人に売れば商法上有効ですので、法律上、その株式は一般の人に渡ります。もしそういうことが起きるとしますと、これはもちろん私募ルールに違反するわけではありませんが、その時点で「公募」になるのかどうかというのは非常に難しい問題であります。エクイティ証券について、今回のようなプロ私募制度を導入することは私も大変結構なことだ

と思いますが、導入した以上は、将来的には、そのようなルールの違反があった場合にはアメリカと同じようにもとへ戻って「公募」になるのだ、少なくともそのような理屈で整理をしたほうがよいように思っています。そうだとすれば、これは従来の考え方と比べて、大きな考え方の変更ということになります。ただ現時点では、そのような考え方の変更があったということはおそらくできないように感じます。

ディスクロージャー関係では、「公開買付規制の適用除外」がもうひとつの大きなテーマであります。公開買付制度は御承知のように、いわゆる「三分のルール」があります。これは有価証券報告書提出会社の株式について、特定少数の者から三分の一を超える議決権を取得するような場合には、必ず株式公開買付の制度によることを義務付けている日本独自のルールであります。このよ

うなルールはアメリカにはありません。例えば特定の人から三四%の株式を取得しようと思つたら、相対で買うことはできません。必ず公開買付を行い、残りの株主にも売却の機会を保証しなければなりません。

このような制度は合理的かという問題があります。従来、公開買付がなされたもののうち、半数程度は、特定の人からの取得であるケースあるいは担保権の実行による取得のケース——担保に株を三分の一超持っている人（債権者）が、その担保権を実行する——でありまして、このような場合にも公開買付が義務付けられるなど、あまり意味のある制度とはいえなかったことは否めません。

また、プライベート・パチエスの場合、大株主との間で買収する人が株式を取得することを合意している場合でも、全株主に公開買付をかける

という形でしか株式を取得することはできません。このため、一般の株主が応募してくるようになりますので、当然、高い値段での買付けはできなくなります。このように相対取引で合意するよりも安い値段を出すしかないという問題点もあつたわけであります。

このような問題を解決するためには、「三分の一ルール」そのものを廃止することでも当然考えられますが、廃止することができるかどうかを考えるに当たっては、このルールが平成二年（一九九〇年）の公開買付規制の全面改正に際して導入されたときに、そもそもなぜ三分の一を超えた議決権が相対で取引されることを禁止する必要があつたのかということを考える必要があります。

証券取引法がこのルールを導入した当初の趣旨は、相対取引であれ何であれ、三分の一を超える

ような大きな支配権が移動する取引については、当時の言葉でいうと「ガラス張り」にすべきである、つまり、その情報はディスクローズされるべきであるという趣旨であつたといわれています。

しかし、もしそれだけの趣旨であれば、そのためにはディスクロージャーを求めればいいのであつて、公開買付まで義務付けるのは過重な規制になると思います。

しかし、これを実際に運用してみますと、これは単に「支配権の移動に当たっては、情報をガラス張りにすべきである」という理由だけではなく、それと並んで、「株主間の平等を確保すべきである」、「他の株主にも売却する機会を確保すべきである」という議論が有力となりました。もし仮にそのような趣旨があるのだとすれば、「三分のルール」を廃止することは難しくなります。このような趣旨の規定は、本来、証券取引法にな

じむものではなく、商法などで手当すべきものではないかとも考えられますが、いずれにせよ簡単に「三分のルール」を廃止できないということになります。

実際、イギリスの制度などは日本の規制に似た面があるという指摘がなされていますし、ヨーロッパにおいて俗に「強制公開買付制度」と呼ばれるものは、これに近い面がないわけではありません。しかし、イギリスにせよフランスにせよ、ヨーロッパの制度においては、先ほど申しました担保権の実行による株式の取得などは対象から除外されています。加えて、企業を救済するような場合の株式の取得も除かれているという状況であります。

そこで、何を除くかということですが、今回はいろいろ議論がありました。結局、除かれたものは基本的には「担保権の実行の場合」と「グループ

内での再編の場合」の二つです。なお、「全株主が合意している場合」というのがありますが、これは当然のことであつて、除かれない方が不自然です。したがつて、今回の除外対象の範囲は、ヨーロッパの範囲と比較しても少し慎重すぎる面があります。しかし、一年ほど前には、今回の証券取引法関係の改正に当たつて、「三分のルール」を改正することはおよそ考えられない、という議論をしていましたので、それでも前進ということになるのだと思います。私としては当然の改正ではないかと思つています。

その他に、株式移転により設立された持株会社については、実質的には継続しているので、発行登録制度の利用は継続させてもよいのではないかと、という指摘がありました。非常にもつともな指摘であり、その点も改正されます。

(3) 取引所

次に、取引所関係について説明いたします。

第一は、「海外取引所端末の国内設置」であります。第二は、「国内取引所の海外展開」です。これには「リモート・メンバーシップ」と「クロス・メンバーシップ」があります。これらは法令改正事項になります。第三は、取引所についても、「持株会社形態」、「親子会社形態」を認めることでもあります。これも考えてみると当然のことであり、本来ならば、取引所を株式会社化する法律改正のときに、あわせて手当てしておくべきであつたものです。しかし、その時点では、時間的にも制約があり、とりあえず取引所を株式会社化するための法整備を優先させたため、このような「組織形態の自由」——すなわち、取引所も子会社を持つて、そこで有価証券市場を開設・運営してもよいし、あるいは取引所の上に持株会社がで

きて、持株会社の下に取引所が傘下に入るという形になってもよい——そのような規定の整備ができていませんでした。いずれ手当てをする必要があることは予想されていたわけでありませう。

したがって、今回、取引所も子会社を持つてもよい。取引所の上に持株会社をつくって、持株会社の下に複数の取引所が傘下に入ることもよい。

極端に言えば、もしそのようなことがあり得るとすれば、証券取引所と金融先物取引所が並列して傘下に入ってもよいのです。そういうことを可能にした改正であります。それとの関係で、取引所についても「持株会社規制」及び「主要株主規制」が導入されました。取引所の株式会社化を認めたときには、株式保有については「5%超の取得・保有」を禁止する規定を設けましたが、それは廃止され、今回の新しい「持株会社規制」及び「主要株主規制」に比べてかわられることとなり

ました。ただ、取引所についてはさらにいろいろ難しい問題がありまして、これにつきましては引き続き審議することになっております。また、ディスクロージャーについても「四半期開示の問題」等を中心に、なお今後の検討課題ということになっております。

四、その他

その他について、一、二だけ申させていただきます。

まず、英文でお配りしたものでありますが、これは「ハーグ証券準拠法条約」であります。この問題は前から指摘されていまして、日本では法務省の法制審議会で議論されていたものであります。株式、債券等が証券会社等を通じて階層構造的、間接的に保有されているような場合におい

て、その証券取引の物権面について、どこの国の法律の適用があるかが従来不明確であり、これが国際的な取引を著しく阻害しているという指摘が世界レベルでありました。

例えば日本で投資家Aと投資家B、——これは証券会社や金融機関でもよいですが——の間でアメリカ、ドイツなど外国の債券や株式の売買などがあつた場合に、その譲渡や担保提供などの取引の物権面はどここの国の法律で決まるのかという問題であります。それは日本の場合には日本の国際私法で決まるといわれています。

しかし、日本の国際私法によれば何法になるのかというと、どうも明確ではありませんでした。株券の場合には、従来、株券の所在地法だといわれていましたので、例えばアメリカの株式会社の株の取引が行われた場合には、投資家Aも投資家Bも日本に所在しているのですけれども、その譲

渡の効力はアメリカの当該株券の所在地の法律に従つということになります。その株券が実際にどこに保管されているのかよくわかりませんが——アメリカのDTCのどこかの金庫の中にあるようですが——もともと証券は間接的に証券会社やカストディアンを通じて保管されていますので、どの株券が投資家Aのものかを特定することは不可能です。あるいは、さらに無券面化している国もありますので、この問題、主として物権面での準拠法の問題については、現実問題としては一般の国際私法のルールで決めるのでは実務が動かないことになります。

このような問題を解決し準拠法を統一するために、準拠法に関する条約策定その他の作業をしているハーグ国際私法会議という団体が二年余りの集中審議を行ってきました。その結果、去年の一二月にこの条約が制定されました。日本がもし

この条約を批准した場合には、株券の所在地ではなくて、投資家Aと投資家Bの例で言えば、AとBが取引したその証券会社——直近仲介機関、あるいは「社債等の振替に関する法律」の言葉でいうと「口座管理機関」——このような口座管理機関との間で合意した法で決まることになります。

このような決め方は、アメリカ法とヨーロッパのEU指令との折衷説なのですが、その妥協案のようなところに落ち着いています。ただし、日本もこれまで政府として基本的にこの案を支持してきましたので、日本にとってもこれは受け入れられる内容の条約であります。

その他、「株式の無券面化」については、現在法制審議会で議論しております、三月下旬に取りまとめがあつて、その後、意見照会（中間試案）になると思います。無券面化については、社債の方は既に実現しましたけれども、株式は、こ

の秋の臨時国会での商法改正を目標に進められていきます。

最後に、「エンフォースメントの整備」という問題について説明いたします。「エンフォースメント」とは、わかりにくい言葉でして、新聞紙上等では、「日本版SEC」ということで騒がれた時期がありますが、もう少し地味な言い方をしますと、証券取引法にあるいろいろなルールについて、そのエンフォースメント（実現）をどのように考えたらいのかという問題であります。証券会社に違反があつた場合には行政処分などのいわゆる行政的な手法が可能であります、そうでない場合、例えば証券会社を含めて取引関係者に何か違反があつたような場合には、従来は刑事罰が適用されることもありました。

しかし、証券取引法にはいろいろ民事に関する規定もありますけれども、民事の規定に基づく損

害賠償がなされたという話は聞いたことがありません。ゼロ件ではないのですが、ほとんどありません。これはディスクロージャー違反についてもそうですし、不正取引についてもそうです。ありま（なお、ワラント訴訟などの民法の規定に基づく訴訟は多数ありますが）。したがって、法律上の規定はあるけれども使われていないということでありまして、このような問題をどう考えるのか。

この辺はなかなか難しく、ただ強化すればいいというものではないという面が一方にはあります。しかし、他方、世の中一般を見ますと、日本の場合、証券市場に対する信頼がいま一つ足りないのではないかという面もある。これはエンフォースメントの強化あるいは整備によって解決できる問題かどうかよくわかりませんが、いずれにしても、何とかしなければいけないということかと思えます。

そこで、総合規制改革会議等における議論を踏まえて、金融庁としては今後一年程度をかけてエンフォースメントの整備と強化について具体的な検討を行うこととされました。この三月末に「規制改革推進三か年計画（再改定）」がまとめられ、閣議決定されますが、それに盛り込まれる予定であります。

最後に一言申し上げます。証券市場の改革のためいろいろと手を打っていますし、そのような中で、従来の考え方を変えるような変更も、思い切って進められています。しかし、結果に結びつかないことややはり元気が出ないというのは否定できないところがあります。私としては、今後も「制度の改革」は引き続き行っていかなければいけないと思っています。いつかそれがよい結果に結びついたときに初めて、「ああ、努力してよかった」と思えるという意味において、現在はまだまだそ

のようないい気分ではおれない状況にあるという感じがしております。

長い時間御清聴いただきまして、ありがとうございます。（拍手）

関理事長 神田先生、大変ありがとうございます。た。

では、質問の時間を少し残していただいておりますので、どうぞ御意見、御質問等があったら合図をしていただけませんかでしょうか。どなたからっしゃいませんでしょうか。

それでは、先生、既にお触れになったかもしれません。最近の話題などについて、何か一つか二つお話し願えませんか。

神田 時間があれば申し上げようかと思っておりますが、最近の議論にはいくつかあります。マクロ的なことでいいますと、「中央銀行が株式

を買うというのはいいことか」という議論があります。それからもう一つは、「期末対策というものはどういう意味を持つのか」という議論であります。より具体的にいいますと、現在、主として国会の場でありますが、例えば「減損会計の適用時期の延長」や「時価会計の一部変更」が議論され、具体的な動きになっていきます。そのようなことがいいことなのかということがあります。

それから個別の案件としては、最近新聞等をにぎわしているものとしては、「引値保証取引」と呼ばれているものがあります。これらについて簡単に感想めいたことを申し上げます。

まず、第一に、「中央銀行が株式を買うのいいことか」という議論についてであります。政府は、平成一三年から従来、容認してきた「期末対策」をやらぬという方針を立てました。より構造的な施策を実施するということで、平成一

三年でいえば、例えば「自社株の取得・買受けを原則自由にする」という方策を三月に公表して、その商法改正等が六月に実現しました。しかし、いわゆる「期末対策」としては、P K Oなどといわれているような各種の期末対策は容認しない、あるいは特に奨励もしないし、何もアクションをとらないという姿勢で対応したわけでありません。

平成一三年の期末、平成一四年の期末は同じ考え方で対処してきましたが、平成一五年の期末に向けてどう対処するかという段階で、これまで構造的な施策を講じることによって中長期的に事態がよくなるかと期待したが、一向に事態はよくなるらない、では、どうしたらよいのかという議論になってきています。他方で、銀行の株式保有を規制し、持ち合いを誘導して解消させようという政策をとると同時に、持ち合い解消による株式が全

部マーケットに流れてくると收拾がつかなくなるので、「銀行等保有株式取得機構」をつくりました。しかし、それでもなお足りないということ、株式市場への悪影響を回避するために、中央銀行が出ていくということが議論されているわけです。

これについては、細かい法律論が別途ありますが、理屈だけをいいますと、中央銀行あるいは国も含めた場合、例えば為替には国が介入します。もちろん物価安定のために中央銀行は金利に介入するわけであり、それは金融政策の中心です。そこで、株価に介入してはいけないのかということになるのですが、一般論でいえば、中央銀行が資産価格に介入することがよいことなのかどうかという根本論があります。伝統的には答えはノーであります。したがって、「介入」という観点から、これを正当化する理屈は難しいと思います。しか

し、細かいところではかなり難しい議論があまり
して、ここでは時間の制約もありますので、その
議論の紹介は省略させていただきますが、私とし
ては賛否どちらともいいがたいという心境で見
ております。

第二点の「会計処理基準の延期」については、
世の中ではそんなことをするとますます日本は疑
われるという批判もありますが、私は政策的に判
断してもいい問題であると思っております。した
がって、「減損会計導入二年延期」は、デフレ対
策としての国の明確な政策目標があつて行われ
ることであれば、私はむしろサポートし得る話だ
と思っております。減損会計の考え方については、世
の中の流れからいうと、それ自体正しい考え方
であると思いますが、どのようなタイミングで実
施するか等々については、これは国に政策判断の
余地が認められてしかるべき問題だと思ってい

ます。

ただ、根本のところは、数字だけ変えても実
体がよくなるわけではありませんので、数字を変
えるに当たっては、なぜそのような数字について
ルールを延期したり、変更したりするのかとい
うことについて、政策的な理屈が立つのか、とい
うその理論付けをきちんと行うこと。そこが一番
大事なことではないかと思っております。いずれ
にしても、第一の議論も第二の議論も、「結果よ
ければすべてよし」という話にどうしてもな
てしまいがちです。そのような意味において、
どうも万策尽きているなという感じがしており
ます。

第三の「引値保証取引」については、詳細の
ところはよくわかりませんが、私にとってよくわ
からないなと思いますのは、契約に基づいて株式
を手当するために特定の銘柄を買えば当然その株

価は上がるわけですので、そのようにして市場から株を取得することで手数料をもちうという合意であれば、その結果、利益になるのは当然なわけであります。したがって、これは個々の売買が問題であるというよりは、全体として見たときに何が行われているかが問題になると思われます。問題になった事件についていいますと、ETFを組成する契約をしていて、その組成のために当該株式が必要であったということであれば、それは取得しない方が不思議なのであって、むしろ問題は、その結果、非常に儲かり過ぎたということにあるように見えます。しかし、儲かり過ぎたこと自体については、本来、当事者間の契約に係わることでありまして、ここで問題となりましたのは、株価そのものが、法律の言葉でいうところの「作為的相場の形成」に該当するかどうかということであります。ただ、この場合、結果として

「作為的相場」が形成されたかどうかよくわかりませんが、少なくともその目的があったということとは、非常にいいにくいケースではないかという感想を持っています。しかし、金融庁から公表されている資料を見ますと、データだけを見る限りにおいては随分株価が高くなって、結果として大幅に儲かっているという点もあり、また、その後、金融庁が証券取引所や証券業協会へ出した要請等を見ますと、その趣旨は、取引について疑いが持たれないようにするためのルールをつくるようにということだと思われますので、そのような意味では新しいルールをつくること自体は悪いことではないと思います。

しかしながら、これが意図して行われたケースだったかどうかというのは微妙な問題で、個別の会社のケースでもありますので、これ以上は差し控えますが、私には少しよくわからない面が残り

ます。もしかして、ETFを組成するというところで行った取引であって、もしその範囲におさまっているものであれば、それは本来非難されるべき取引ではなかったのではないか。そういう余地もあつたのではないかという感じもしないではありません。しかし、これは新聞等を見ての感想でございますので、私の方に何か誤解があるかもしれません。

関理事長 今のお話などで、何か御質問等ございますでしょうか。

それでは時間になりましたので、先生、今日は大変ありがとうございました。

（本稿は、平成十五年三月二十四日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

（かんだ ひでき・東京大学教授・当研究所理事）

〈参考資料〉

以下の資料については、金融庁のホームページを御参照下さい。

- (1) 証券市場の改革促進プログラム（概要）
<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/syouden/f-20020806-2-a.pdf>
- (2) 「証券市場の改革促進プログラム」の進捗状況
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/ki-nyu/dai1/f-20021216_sir/11.pdf
- (3) 証券市場の改革促進
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/ki-nyu/dai1/f-20021216_sir/01b.pdf
- ① 「市場仲介者のあり方に関するワーキング・グループ」報告
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/ki-nyu/dai1/f-20021216_sir/02.pdf
- ② 「フィスクロージャー・ワーキング・グループ」報告
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/ki-nyu/dai1/f-20021216_sir/03.pdf
- ③ 「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/ki-nyu/dai1/f-20021216_sir/04.pdf

なお、「ハーグ証券準拠法条約」については、当研究所のホームページを御参照下さい。

<http://www.jsri.or.jp/web/lecture/pdf/030324.pdf>

神 田 秀 樹 氏

略 歴

1977年 東京大学法学部卒業
1982年 学習院大学法学部助教授
1988年 東京大学法学部助教授
1993年 東京大学大学院法学政治学研究科教授 現在に至る

政府審議会委員等

総合規制改革会議委員
法制審議会臨時委員
政府税制調査会特別委員
企業会計審議会委員
企業会計基準委員会委員
金融審議会委員（金融分科会第一部長）など

主 著 書

「会社法」（第4版、弘文堂、2003年）
「会社法の経済学」（共編著、東京大学出版会、1998年）
「Comparative Corporate Governance」（共編著、Oxford University Press、1998）など

<参考資料>

証券市場の改革促進

金融審議会第一部会報告

平成14年12月16日

1. はじめに

(1) 金融を取り巻く環境の変化

金融技術の進展や情報通信技術の飛躍的な発展に伴い、金融証券取引は急速に変貌しつつある。金融取引のグローバル化も急速に進み、国際的な取引所の連携・統合の進展など、市場間の競争も激化している。資金を運用する投資家は、リスク選好度等に応じて、市場において魅力ある金融資産が多様なチャネルを通じて提供されることを求めている。資金を調達する企業は、思い切った事業活動の展開を支えるリスクマネーが円滑に供給される仕組みを求めている。

このような状況の下、今後の我が国金融システムは、金融審議会答申「中期的に展望したわが国金融システムの将来ビジョン」（9月30日公表）でも述べられているように、リスクテイク及びリスク分散を最も適切かつ効率的に行うことのできる市場機能を中核としたものになっていくことが必要である。

(2) 累次の制度改革

近年、証券市場については、いわゆる金融ビッグバンをはじめとして、様々な改革が実施され、その成果は、売買委託手数料の大幅な低下、ネット専業証券などの特色ある証券会社の登場、銀行による投資信託の販売の増加等として現れてきている。

しかしながら、実体経済の停滞や証券市場の低迷があるとはいえ、

証券市場の改革

我が国における個人金融資産は、諸外国とは異なり、依然として預金中心となっており、株式等への投資割合はむしろ減少傾向となっている。

(3) 「証券市場の改革促進プログラム」

政府は、本年6月の閣議決定「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」において、「預貯金中心の貯蓄優遇から株式・投信などへの投資優遇への金融のあり方の転換を踏まえた直接金融への信頼向上のためのインフラ整備など、証券市場の構造改革を一層促進していく」こととした。

これを踏まえ、金融庁は、8月6日に、「証券市場の改革促進プログラム」を公表した。このプログラムは、①誰もが投資しやすい市場の整備、②投資家の信頼が得られる市場の確立、③効率的で競争力のある市場の構築という3つの柱に沿って、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についての包括的な取り組みを定めたものである。

(4) 金融審議会における審議

金融審議会としては、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、9月17日に「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。その後各ワーキング・グループにおいて計15回、第一部会において4回（合同会合2回を含む。）の会合が開催された。

2. 基本的考え方

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、「証券市場の改革促進プログラム」や各ワーキング・グループの報告も踏まえ、証券市場の構造改革の一環として、市場仲介者、ディスクロージャー、取引所について、以下の基本的考え方に基づく制度整備を行うことが必要と考える。

- ① 市場仲介者については、投資家にとって、アクセスが容易で、かつ、質の高い多様な金融サービスの提供が行われるようにすることが必要である。

近年、インターネットを通じた証券取引が活発となっているが、他方で、証券会社の営業店を通じた取引にも引き続き根強いニ-

証券市場の改革

ズがある。証券会社の店舗網が限られていることから、投資家の証券市場へのアクセスを一層容易にするため、銀行と証券会社の共同店舗や銀行における証券取引の書面取次ぎが既に実施されたところであるが、これに加えて、投資家保護に十分配慮しつつ、証券会社の代理店制度（仮称）を導入することが適当である。

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、投資顧問業者の財務の健全性確保に配慮しつつ、その最低資本金の引き下げを図ることが適当である。

他方、証券会社、投資信託委託業者、投資顧問業者等が、今後とも国民と証券市場とをつなぐ中核的な存在でありつづけるためには、国民からの十分な信頼を確保する必要がある。このためには、何よりもこれら金融サービス業者自身による一層の努力が必要であるが、法制面においても、従来から行われてきた様々な行為規制や取締役の適格要件等に加えて、経営に影響力を有する主要な株主に関しても、最低限の資質が確保できるよう、行政がその適格性をチェックできる制度を整備すべきである。

- ② ディスクロージャー制度については、投資家の信頼が得られる市場を確保する観点から、企業の事業や財務に関する情報の開示に関し、開示すべき情報の充実・強化を図るとともに、企業活動

の活性化を通じた経済の活性化を図るという観点から開示規則の整備を行うべきである。

ディスクロージャーは、資金調達者たる企業と資金供給者たる投資家をつなぐ情報の架橋である。最近の米国における不正会計事件の教訓をも踏まえると、投資家保護と市場への信頼性の向上を図る観点から、監査の質と実効性の確保とともに、ディスクロージャーの充実・強化を図る必要がある。具体的には、企業統治（コーポレート・ガバナンス）の実体を積極的にディスクローズすることにより企業統治の強化への取り組みを市場に明らかにするとともに、企業に関する情報が投資家に対し、正確に、具体的に、かつ、分かりやすく開示されることが重要である。

また、我が国における実体経済の停滞等の状況を踏まえると、企業活動の活性化という観点から、企業による事業資金調達の円滑化及び事業再編の迅速化のため、「公募市場」に係る制度整備への積極的な取り組みを行うことを中核とすべきではあるが、同時に「私募市場」の活性化を図ることも必要であり、このために、必要なディスクロージャー・ルールの整備を行うべきである。

さらに、ディスクロージャーについては、充実した情報ができる限り早く、的確に投資家に開示されるよう、その手続等の簡素化・迅速化を図ることも重要な政策課題である。

証券市場の改革

③ 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。

海外の取引所においては、国外にも会員や取引参加者を募り、その上場商品を国外から直接取引することが可能な端末を設置したり、取引所間で相互に相手方取引所の会員を自取引所の会員として取引を認める（いわゆるクロスメンバーシップ）ことが行われている。また、取引所間の資本提携や統合も進んでいるなど、取引所を中心とした市場間の競争が激化している。

このような状況を踏まえると、まずは、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を整備していくことが必要である。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。

なお、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取引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（P

T S) 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。

3. 具体的な制度整備

(1) 市場仲介者に関する制度整備

証券会社、投資信託委託業者、投資顧問業者等に関し、以下の制度整備を行うべきである。

① 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き下げ

競争を通じて特色ある金融サービスの提供が行われるようにするため、証券会社においては顧客資産の分別管理や投資者保護基金制度の整備が行われており、また、投資信託委託業者、認可投資顧問業者においては顧客資産の預託の受入の禁止等の投資家保護の仕組みが整備されていることも踏まえつつ、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現行の1億円から5千万円程度に引き下げるのが適当である。

証券市場の改革

② 証券会社、投資信託委託業者、投資顧問業者の主要株主ルールの導入

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、適格性を確認する制度を導入することが適当である。この制度においては、主要株主が不適格者となった場合には、行政当局は必要な監督上の措置を講ずることができることとすべきであり、また、その実効性を確保する観点から、必要に応じて主要株主に対する報告徴求や検査を行えるようにすべきである。

③ 証券代理店（仮称）制度

投資家の市場アクセスの拡充を図るため、証券会社について、自らは顧客口座を有さず証券会社と顧客の証券取引の仲介を行う証券代理店制度（仮称）を導入すべきである。

その際、適切な業務の遂行を確保するため、証券代理店の登録制度を導入し、証券会社と同様の行為規制に服せしめるとともに、証券代理店に不適切な行為があった場合に、これを是正する行政処分等を行える仕組みとすることが必要である。さらに、証券代理店において取引の勧誘を行う者に一定の資質を求めるとともに、証券代理店が顧客に損害を与えた場合における契約先の証券会社の損害賠償責任を明確化すること等を通じて、投資家保護に欠け

ることのないようにすることが必要である。

なお、証券代理店については、個人、法人を問わずに営むことができることとするとともに、投資家保護に十分留意しつつ、制度的には、一社専属制ではなく複数の証券会社との取引を仲介することも可能とすべきである。

これら①～③の各項目についての細部にわたる考え方は、別紙に掲げる「市場仲介者のあり方に関するワーキング・グループ」報告書に記載されたとおりである。同報告書は第一部会に報告されて了承されたものである。

④ その他

証券投資の販売チャネルの拡充・多様化を図る観点から、銀行による有価証券売買の書面取次ぎが既に行われているところであるが、協同組織金融機関についても同様に、有価証券売買の書面取次ぎが行えるようにすべきである。

また、投資家の期待に応える証券会社の資産管理・運用サービスの円滑な実現に資するよう、投資家保護に配慮しつつ、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を図るべきである。

さらに、資産運用手法の高度化に伴い、多様な資産運用の担い手を確保するため、信託銀行も投資一任業務を営むことができる

ようにすべきである。

(2) ディスクロージャーに関する制度整備

証券取引法に基づくディスクロージャー制度の意義は、有価証券の内容、有価証券の発行者の財務内容、事業内容等の情報を正確、公平かつ適時に開示することにより、投資家保護及び有価証券の円滑な流通を図ろうとするものであり、こうしたディスクロージャー制度の意義を十分踏まえた上で、米国における企業会計改革法の制定など、最近の国際的な動向も踏まえつつ、以下の制度整備を行うべきである。

① 信頼される市場の確立に向けたディスクロージャーの充実・強化

現在、有価証券報告書等において開示されている事業内容、財務内容等の情報に加え、国際的にもその強化が求められているコーポレート・ガバナンスに関する「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べきである。

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

役の確認を行うことも容認する制度とすべきである。

- ② 経済の活性化に資するディスクロージャー・ルールの整備
企業による事業資金調達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べきである。

- ③ ディスクロージャーに関する手続等の簡素化・迅速化
ディスクロージャーに関する手続等の簡素化・迅速化についても重要な課題であり、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べきである。

- ④ その他
目論見書の改善については、目論見書による情報開示制度のあり方として、今後、引き続き検討する。四半期開示の充実につい

証券市場の改革

では、証券取引所等における四半期開示の実施の動向を踏まえつつ、今後、検討を行っていくべきである。

これら①～④の項目についての細部にわたる考え方は、別紙に掲げる「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」の報告書に記載されたとおりである。同報告書は第一部会に報告されて了承されたものである。

(3) 取引所に関する制度整備

取引所について、以下の制度整備を行うべきである。

① 海外取引所端末の国内設置

海外取引所による国内への端末設置については、諸外国において、手続や設置条件等についての枠組みの整備が進められており、今後のニーズの拡大の可能性も踏まえると、我が国においても、国内投資家保護の観点から法令においてルールの特典を定めるべきである。

具体的には、国際的なルールの調和に配慮しつつ、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、当局と当該海外取引所に係る外国当局との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が適当である。

② 国内取引所の海外展開（リモート・メンバーシップ、クロス・メンバーシップ）

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、不正取引の防止に配慮しつつ、海外の証券業者が、国内に支店を設置することなく、我が国の取引所市場の会員等となって直接発注することを可能とする制度を整備すべきである。

具体的には、国内に支店を設置しない海外の証券業者について、当局と当該証券業者に係る外国当局との間で情報交換取極め（MOU等）が結ばれていること、我が国の取引所と当該証券業者が加入している海外の証券取引所との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正取引の防止を図る仕組みとすべきである。これにより、我が国取引所が遠隔地会員（リモート・メンバーシップ）制度による海外展開やクロス・メンバーシップによる海外取引所との連携を図ることも可能となる。

③ 内外取引所の連携・統合

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べく、現行の株主ルールを見直すとともに、持株会社や親子会社形態による提携を可能とするための制度を整備すべきである。

株主ルールについては、現在、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が、取引所間の提携を可能とするとともに、経営に対する市場のチェック機能が一層有効に働くようにするため、この規制を廃止するとともに、取引所の公正性・中立性・信頼性を確保するための新たな株主ルールを導入することが適当である。具体的には、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者をチェックする等、保有割合に応じてチェックを行う仕組みとすべきである。

取引所持株会社については、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、取引所の公正な運営を確保するため、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が必要である。取引所持株会社及び取引所の子会社については、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が必要である。

これら①～③の項目についての細部にわたる考え方は、別紙に掲げる「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」の報告書に記載されたとおりである。同報告書は第一部会に報告されて了承されたものである。

4. おわりに

以上の制度整備案が、「証券市場の改革促進プログラム」に盛り込まれている他の措置とあいまって、市場機能を中核とした金融システムの実現に向けた大きな一歩となることを期待しており、制度整備のすみやかな実施を要請する。

しかしながら、結局のところ、こうした制度改革が真に実のあるものとなるかどうかは、市場のメインプレイヤーである発行体企業、市場仲介者、市場開設者等が、投資家の確固たる信頼を得るとともに、創造的かつ意欲にあふれる事業展開を行うことができるかにかかっている。市場関係者の奮起を促したい。

今後とも、証券市場の改革促進のため、監視機能の強化やディスクロージャーの充実等による投資家の信頼の確立、効率的で競争力のある市場の構築など、幅広い観点から更に検討を続けていきたい。