
証券取引審議会基本問題研究会

第1部会・第2部会報告について

証取審・平2.6.21

証券取引審議会では、去る6月21日に総会を開催し、基本問題研究会の第1部会及び第2部会においてそれぞれ取りまとめた報告書を了承した。

同研究会第1部会は、平成元年7月25日に、証券化関連商品に関する投資家保護のための法制上の枠組み等について検討を行うために設置された。同部会では同年9月29日以降14回にわたり審議を行い、本年6月8日の部会で「証券取引審議会基本問題研究会第1部会報告―「金融の証券化」に対応した法制の整備等について―」の報告書を取りまとめた。

また、同研究会第2部会は、平成元年7月25日に、我が国資本市場について、その効率性、国際性を高めるとともに、市場の健全かつ安定的な発展を期する観点から、今後の資本市場の在り方等に関する基本的な諸問題の分析、検討を行うために設置された。同部会では、同年9月13日以降18回にわたり審議を行い、本年6月11日の部会で「証券取引審議会基本問題研究会第2部報告―国際的な資本市場の構築をめざして―」の報告書を取りまとめた。

その後、両部会の報告書は、去る6月15日に開催された基本問題研究会で了承され、21日の総会に報告された。

第1部会の報告書は、まず、法制の整備に際しての基本的考え方及び証券取引法の有価証券概念の定義を述べたあと、ディスクロージャー制度、取引の公正確保のための規制、仲介業者に対する営業規制及び証券化関連商品に関連する各種の行為と投資家保護等についての考え方を述べている。

第2部会の報告書は、まず、我が国資本市場の在り方についての検討の必要性と今後の望ましい姿について述べたあと、諸規制・諸慣行の見直し・撤廃、証券取引に係る基本的な制度の見直し及び今後の検討の進め方について述べている。

両部会の報告書の全文は、それぞれ次のとおりである。

平成2年6月21日

証券取引審議会会長 谷村 裕 殿

基本問題研究会第1部会及び第2部会は、先般、これまでの審議内容をとりまとめ、その結果が別紙のとおり、基本問題研究会に報告されました。当研究会としては、それぞれの報告を踏まえ、証券取引制度の基本に係わる問題について、幅広い観点から、今後更に検討を行っていくこととしております。

以上、両部会の報告書を添えてご報告いたします。

証券取引審議会基本問題研究会座長 蠟山 昌一

証券取引審議会

基本問題研究会第1部会報告

—「金融の証券化」に対応した法制の整備等について—

平成2年6月15日

証券取引審議会基本問題研究会座長 蠟山 昌一 殿

当部会は、平成元年7月25日付をもって、証券化関連商品に関する投資家保護のための法制上の枠組み等について検討を行うために設置されました。それ以降、これまでに14回の会合を開催し、審議を進めてきましたが、今回、これまでの審議の内容について、当部会の報告を取りまとめましたので、ここに提出いたします。

なお、今後検討を要する点も残されていますが、これらも含めまして、具体的な法制化に向けての作業が基本問題研究会等においてさらに進められることを期待するものであります。

証券取引審議会基本問題研究会第1部会名簿

部会長	野村総合研究所理事長	徳田博美
委員	中央信託銀行常務	遠藤莊三
	神戸大学名誉教授	河本一郎
	経済団体連合会常務理事	小山敬次郎
	三菱重工業副社長	田代有
	資本市場振興財団理事長	谷村裕
	三洋証券社長	土屋陽一
	証券団体協議会常任委員長	長谷川正名
	東京大学教授	堀内昭義
	日本放送協会解説委員	山田吉孝
	大阪大学教授	蠟山昌一
特別委員	東京大学助教授	岩原紳作
	筑波大学教授	竹内昭夫
	京都大学教授	森本滋
	証券保管振替機構理事長	渡辺豊樹

(注) 第1部会の審議には、出席を希望した第2部会の委員も参加している。

はじめに

1. 金融の証券化は、今後我が国においても必然的なものとして進展すると考えられ、このような金融の証券化に関連する商品（以下「証券化関連商品」という。）について、投資家保護のための法制上の枠組み等を整備することが、我が国資本市場の健全かつ円滑な発展を図る上で喫緊の課題であると考えられる。
2. 証券取引審議会基本問題研究会の「金融の証券化に対応した資本市場の在り方について（平成元年5月31日中間報告書）」（以下「中間報告書」という。）は、金融の証券化について、「企業金融及び資産金融の両分野において、主として、証券の形態を用いることにより資本市場からの資金調達が行われることが一般化していく現象を指すものである」（第1章第1節）とし、また、「投資家と資金需要者が市場で取引を行うという意味において、間接金融を中心とした相対取引から市場機能を一層活用した市場型取引への移行と捉えることができる」（第1章第3節）としている。

このように金融の証券化は、資本市場からの資金調達又は市場型取引を指向するものであり、したがって、証券化関連商品は、不特定多数の投資家の存在を指向し、資金調達者と投資家の間、さらには投資家相互間の自由な取引により円滑な資金調達及び資金運用を目指すものといえよう。
3. 近年我が国においても、コマーシャル・ペーパー、住宅ローン債権信託等の証券化関連商品が登場しているが、これらについては、投資家保護のための措置が法的に十分手当てされてい

ないことなども考慮して、商品毎に最低販売単位の設定、販売先の限定など商品性を制約する措置を講じ、一般の投資家の投資対象とならないようにしている。

しかしながら、今後、様々の証券化関連商品が登場してくる可能性があることを考慮すれば、投資家の保護を図り、また、発行者及び投資家のニーズに応じた商品開発を促進して資本市場の健全かつ円滑な発展を図るためには、個々の商品について、個別に立法や行政措置等を行うことにより対応するのではなく、証券化関連商品に係る一般的な枠組みとして、投資家の自己責任原則を前提としたディスクロージャー制度、取引の公正確保のための規制等を整備することが望ましいと考えられる。

4. ところで、このような市場における投資家保護のための枠組みは、証券取引法において体系的に定められており、また、社債券等の伝統的有価証券も証券化関連商品も投資家保護の必要性という面において、その本質に相違がないと考えられ、さらに、米国、英国においても、両者を含めて包括的、統一的に同一の法体系の下で規制が行われている。こうしたこと等を考慮すれば、証券化関連商品に関する投資家保護のための法制上の枠組みについても、証券取引法の基本的な仕組みを活用する方向で検討を行うことが適当と考えられる。

この場合において、現行の証券取引法は、社債券等の伝統的有価証券を対象としてきているので、現行の証券取引法の規定を証券化関連商品をも含めて適用する場合に十分機能しうるか、また、見直しを要しないか等の点について検討する必要があるほか、すべての証券化関連商品について、証券取引法の規制の体系だけで対応しうるか、これまでの他の法律による規制との

関係で問題はないか等についても、検討を行う必要があると考えられる。

なお、これらの検討を行うに当たっては、金融の証券化の意義に鑑み、また、我が国資本市場の健全かつ円滑な発展を図るという観点から、市場における取引が円滑かつ効率的に行われ、市場機能が発揮されるよう配慮することが必要であると考えられる。

5. 以上の点を踏まえ、当部会は、証券化関連商品に関する投資家保護のための法制上の枠組み等について、平成元年9月以降14回にわたり審議を行った。審議は、主として、委員及び参考人から主要な事項について報告を受け、報告で示された論点及び考え方について検討を行う形で進められた。その結果、証券化関連商品について、証券取引法の仕組みを活用していくための、「幅広い有価証券」概念の導入、並びにディスクロージャー制度及び取引の公正確保のための規制等の見直しについて方向を明らかにすることができたと考えている。

また、公募・私募概念の在り方、銀行による証券化関連商品の取扱い、いわゆる資産金融型証券で仕組み性を有するものの規制の在り方等については、別途さらに掘り下げた検討が行われることが適当と考えられる。

当部会としては、ここで以上の審議結果をとりまとめることが適当と考え、本報告書を提出することとした。今後なお検討を要する点も残されているが、これらも含めて、具体的な法制化に向けての作業が、さらに進められることを期待するものである。

-
- (参考) 第1部会における報告者及び報告事項等
- 竹内委員・・・証券取引法上の有価証券概念の在り方(第2回
平成元年10月27日)
- 岩原委員・・・証券化関連商品に関する諸外国のディスクロー
ジャー制度と我が国における在り方について
(第3回 平成元年11月24日)
- 森本委員・・・証券化関連商品に関する諸外国の行為規制と我
が国における在り方について(第4回 平成元
年12月18日)
- 神田委員・・・証券化関連商品に関する諸外国の営業規制と我
が国における在り方について(第5回 平成2
年1月26日)
- 大西参考人・・・ロックフェラーセンターの不動産投資信託(R
E I T)について(第6回 平成2年2月6
日)
- 高橋参考人・・・信託を利用した不動産小口化商品について
(第6回 平成2年2月6日)
- 神崎第2部会特別委員・・・公募・私募概念の再検討(第10回
平成2年4月4日)

第1章 証券取引法上の有価証券概念の在り方

第1節 現行証券取引法の有価証券及び米国証券法上の「証券」等

第1款 現行証券取引法の有価証券

1. 有価証券の概念は、証券取引法の最も基礎的な概念であり、これにより、ディスクロージャー規制と取引の公正確保のための規制の対象を定めるとともに、証券業の範囲を定め、銀行と証券会社の業務分野を原則として区分している。

証券取引法は、第2条第1項において、同法の有価証券を同項各号に掲げるものと定義し、同項第1号から第7号までに国債証券、社債券、株券、証券投資信託の受益証券等掲げ、同項第8号に外国又は外国法人の発行する証券又は証書で同項第1号から第7号までの証券又は証書の性質を有するものを掲げ、同項第9号でその他政令で定める証券又は証書を掲げている。

2. 現行の証券取引法の有価証券の定義の特色は、国債証券、社債券、株券というように証券の法律的性質に着目して限定列挙している点であり、それにより内容が明確になる長所がある反面、同一又は類似の経済的目的を達成するための別の法律的性質を有するもの（例、抵当証券、CP等）が対象とならないほか、証券取引法の対象となる有価証券の実質的概念が明らかにされていないため、解釈により範囲を拡大することも難しいという問題がある。

また、証券取引法第2条第1項第9号に基づき政令により有価証券を追加することは、現在行われていない。これは、政令により有価証券を指定することにより証券会社の業務範囲が拡大する一方、金融機関の業務範囲が縮小することとなることもその一因であると考えられるが、その結果、商業・ペーパー、住宅ローン債権信託等については、投資家保護の措置に代えて最低販売単位の設定、販売対象の限定等の商品性の制約が行われている。

第2款 米国証券法上の「証券」等

1. 米国の1933年証券法及び1934年証券取引所法においては、投資家の保護を図るため、できる限り広くかつ一般的な言葉で「証券」を定義している。

(参考)

1. 1933年証券法第2条第(1)項

「本法で用いられる場合、前後の関係から他の意味に解すべきときを除き、「証券」とは次に掲げるものをいう。

ノート、株式、自己株式、担保付社債、無担保社債、債務証券、利益分配契約における権利又は参加を表章する証券、担保信託証券、会社設立前の証券又は引受証券、譲渡可能持分証券、投資契約、議決権信託証券、証券預託証券、石油、ガスその他の鉱業権に対する非分割の割合的権利・
・・・その他一般に「証券」と言われているすべての権利又は証券、これらのものに対する権利又はそれへの参加を表示する証券、これらのものに対する暫定的又は仮の証券、

これらのものの受領書又は保証書、これらのものを引き受け又は買い取るためのワラント又は引受権。」

2. 1934年証券取引所法第3条(a)項に規定されている「証券」の定義においては、「通貨、又は発行時における満期が猶予日を除いて9ヶ月を越えない・・・ノート、約束手形、為替手形又は銀行引受手形」は含まないこととされている。

米国証券法上の「証券」の定義の特色は、第一に、多くの種類の証券を列挙するほか、「投資契約 (investment contract)」「一般に証券と言われているすべての権利又は証書」というような包括条項をおいて投資家の保護を図ろうとしている点にある。投資契約の意義については、SEC. v. W. J. Howey Company についての連邦最高裁判所の判決は、「ある者がその資金を共同事業 (common enterprise) に投資し、専ら (solely) その推進者又は第三者の努力によって生ずる利益を期待することになる契約、取引又は仕組みを意味する」としている。特色の第二は、「証券」に当たるか否かは、経済的実体に即して判断されることとされ、ペーパーとしての証書や証券が発行されているか否かは問わない点にあり、特色の第三は、流通性、市場性を欠いても「証券」であることの妨げとはならないと解されている点にある。

2. 英国の1986年金融サービス法においては、その規制の対象となる投資物件 (investments) として、(1)株式、(2)社債 (CD、CPを含む)、(3)公共債、(4)(1)から(3)までの投資物件を引き受ける権利を与えるワラント、(5)(1)から(4)までの預託証
-

書、(6)集合投資計画のユニット、(7)投資物件、通貨等のオプション、(8)先物、(9)差金決済契約等、(10)投資の性格をもつ長期保険契約及び(11)以上の投資物件に係る権利・利益が定められている。なお、主務大臣は、省令によってこの定義を変更する権限を与えられているが、原則として28日以内に議会の承認を要することとされている。また、投資物件のうち、集合投資計画のユニットは、投資信託類似のものを含む幅広い概念である。

このように、英国においても、各種の投資物件を多数列挙するとともに、幅広い概念をも加えることにより、包括的に投資家保護の体系を整備するとともに、各投資物件相互間で取扱業者の規制が同様となるように配慮している。

(参考) 集合投資計画の定義 — 金融サービス法第75条

「集合投資計画」とは、通貨を含むあらゆる種類の財産に関する取決めで、取決めの参加者に（財産の全部又はその一部の所有者となるか否かを問わず）財産の取得、保有、管理若しくは処分によって生ずる利益若しくは所得又はその利益若しくは所得から支払われる金銭に参加し、又はそれらを受け取ることを可能にするものをいう（第1項）。

取決めは、参加者が、協議を受け、又は指示を与える権利を有するか否かを問わず、当該財産の管理を日々支配しないものでなければならない、とされており、また、取決めは、参加者の出資金及び参加者に対して支払われることとなる利益又は所得が共同計算（pool）されること、又は当該財産が、分割されずに、計画の運営者(operator)により、若しくは運営者の意向に即して管理されることのいずれか、又はその両

方の特質を有するものでなければならないとされている（第2項、第3項）。

第2節 「幅広い有価証券」概念の必要性とその内容

第1款 「幅広い有価証券」概念の必要性

1. 今後、様々の証券化関連商品が登場してくる可能性があることを考慮すれば、投資家の保護を図り、また、発行者及び投資家のニーズに応じた商品開発を促進して、資本市場の健全かつ円滑な発展を図るためには、個々の商品について、個別に立法や行政措置等を行うことにより対応するのではなく、証券化関連商品に係る一般的な枠組みとして、ディスクロージャー制度、取引の公正確保のための規制等を整備することが望ましいと考えられる。

証券化関連商品について、仮に法律的性質に着目した限定列挙による有価証券の定義の方法を採用した場合には、列挙された有価証券に該当しないかぎり、経済的、実質的にみて同質又は類似のものでも投資家保護のための規制が適用されないこととなるが、むしろ新しく登場するものの方が、その仕組みについて投資家が知識を有しない等投資家保護が必要である場合が多いことを考慮すれば、このような方法は適当とはいえない。

また、新たに政令等により追加指定を行うとしても、問題が生じた後の後追いにならざるを得ず、さらに、既に取扱業者が存在している場合の追加指定は決して容易ではなく、投資家保護の諸規制が働きにくい結果を招くこととなる。

2. ところで、証券化関連商品は、様々な態様のものがあり、一律に捉えることは困難な面はあるものの、基本的には不特定多数の投資家の存在を指向し、資金調達者と投資家の間、さらには投資家相互間の自由な取引を目指す傾向があるものと考えられる。このような特質は、典型的には社債券等の伝統的有価証券に表われているが、証券化関連商品の中にも、同程度のもも予想され、したがって、両者はその特質の濃淡はあるにせよいわば連続した一体としてとらえることが自然と考えられる。

また、近年における取引の国際化や、今後我が国資本市場が国際的にもその機能を発揮していくことが重要であることを考慮すれば、我が国の制度としても、米国1933年証券法の「証券」や英国金融サービス法の投資物件が幅広く包括的に規定されていることとの調和を図ることも考慮する必要がある。

3. このようなことから、証券取引法の有価証券の定義を証券化関連商品と社債券等の伝統的有価証券の双方を含むように改めることが適当と考えられる。

この場合、証券化関連商品を包摂する証券取引法上の有価証券の定義としては、伝統的有価証券と経済的、実体的にみて同一又は類似の機能を有するものは、ペーパーとしての証券、証書という形態の有無に係わらず同法の規制の対象とし、今後、様々な証券化関連商品の出現に対応しうるよう有価証券の概念をできる限り幅広くとるとともに、弾力的対応を可能とするようある程度抽象的概念を用いた「幅広い有価証券」概念により規定していくことが適当と考えられる。

第2款 「幅広い有価証券」の概念の内容

1. 「幅広い有価証券」概念の内容は、投資家保護のために証券取引法の仕組みを活用するというその目的に照らし、同法の諸規制の適用との関係を考慮し、合目的的に決められることが適当と考えられる。
2. 証券取引法は、市場における投資家保護のための枠組みとして様々な規制を有しており、中には有価証券の高度の市場性を前提とする取引所制度や相場操縦の禁止といったものも含まれているが、「幅広い有価証券」の概念の内容については、同法の諸規制のうち、最も適用の範囲が広く、且つ基本的な規制であるディスクロージャー制度及び一般的詐欺行為の防止の規定の適用との関係を考慮することが適当であろう。

これらの規制は、いずれも、投資家が的確な投資判断を行うために必要な情報が、適切に投資家に伝達されることを担保することを目的として、ディスクロージャー制度の場合は、有価証券の内容等について一定の開示を義務付け、一般的詐欺行為の防止の場合は、通常の売買等の取引よりも取引者に対して適切な説明を行う義務を加重している。

このような投資家保護が必要とされるのは、第一に、取引の対象が通常の財産やサービスではなく、投資家が直接に事業や資産を支配しない「投資」であることにありとされる。すなわち、投資家は、投資収益の配分を期待して資金を拠出するが、投資対象となる事業や資産を直接支配せず、専門家に経営や管理を任せるため、投資家にとって投資の実態の把握が困難になりやすいためである。

第二に、それについて必ずしも十分な知識を有していない不特定且つ多数の投資家が存在するか又はそのような可能性を有している投資であることにあると考えられる。なお、ディスクロージャー制度の趣旨に即してみれば、この場合の投資は、必ずしも広汎な流通性を有することまでは要しないと考えることが適当であろう。

3. 以上を踏まえると、証券取引法のいわば入口の概念である「幅広い有価証券」の概念の内容については、次のような属性をもつものが「幅広い有価証券」になるという考え方を基本とすべきものと考えられる。

- イ. 投資家が直接に事業や資産を支配しない「投資」であること。すなわち、投資家は、投資収益の配分を期待して資金を拠出するが、対象となる事業又は資産を直接支配することはなく、経営や管理は専門家に委ねることとなる。
- ロ. 不特定多数の投資家に保有される可能性があること。なお、必ずしも広汎な流通性は要しない。

4. 上記の基本的考え方に沿うものとして、米国連邦最高裁判所がハウイ事件に関する判決で示した「投資契約」についての「ある者がその資金を共同事業に拠出し、専らその担当者若しくは第三者の努力によって生ずる利益を期待することとなる契約、取引又は仕組み」という定義がある。「幅広い有価証券」の概念の内容について、このハウイ判決の考え方を一つの例として、今後、引き続き検討していくことが適当であろう。

第3節 「幅広い有価証券」の定義

1. 前節に述べた「幅広い有価証券」概念の内容に基づき、証券取引法上有価証券を定義する場合の規定の仕方としては、できる限り定義の明確性を維持しつつ、多様な新しい商品に対応していくため、米国1933年証券法や英国金融サービス法の規定の例も踏まえ、社債券等の伝統的有価証券や証券化関連商品のうちの代表的なものを例示するとともに、例えばハワイ判決の考え方を基礎とした包括条項を設けることが適当と考えられる。

このような包括条項が存在することにより、新しく登場してくる投資を「幅広い有価証券」にとり込み、証券取引法を適用することが可能となるほか、包括条項により「幅広い有価証券」の経済的、実体的意義が示されることとなるので、今後の証券取引法の解釈、運用上の指針として有効となり、また、個々の例示された有価証券の解釈についても、弾力的対応が可能となろう。

2. 代表的有価証券として例示するものは、明確性を維持する上で、できる限りのものを例示することが適当と考えられ、今後このような観点から検討を進めていく必要があるが、現行の証券取引法第2条第1項第1号から第8号までに掲げられている有価証券のほか、証券化関連商品のうち主要なものを例示することが考えられる。

3. 包括条項の規定の仕方については、例えば、「複数の参加者が共同で事業又は資産の運用を目的として資金を拠出し、

その事業又は資産の運用を主として参加者以外の者が運営又は管理して利益を参加者に分配する契約、取引又は仕組み」といったように、米国のハウイ事件に関する判決で示された考え方を基礎としたものとするのが適当であるとの意見が多かった。

これに関連して、個々の投資が包括条項に該当するかどうか必ずしも明らかでない場合もあると見込まれるので、「幅広い有価証券」に該当するか否か、また、その場合のディスクロージャーの内容をどうするか等について、事前に相談があった場合に行政当局が十分に対応しうるようにしておく必要があるとの意見があった。また、違反の疑いがある取引や行為が行われた場合に適切な対応が可能となるよう行政手続の整備を図る必要があるとの指摘がなされた。

これに対し、包括条項を設けてもその実効性を十分に担保できない可能性があるので、包括条項の規定ぶりについては、規制の実効性を踏まえ、その範囲が明確になるように何らかの限定を付することを検討してみてもどうかとの意見もあった。

包括条項の規定ぶりについては、今後規制の実効性との関係をも考慮し、その範囲を検討していく必要があると考えられる。

4. 「幅広い有価証券」としては、以上の例示される代表的有価証券及び包括条項を規定するほか、米国1933年証券法及び英国金融サービス法の規定の例を踏まえれば、少なくともこれらに該当する有価証券の預託証書及びこれらの有価証券に関する引受権その他の権利又は利益をも規定しておくことが

適当と考えられる。また、「幅広い有価証券」に該当するかどうかは、経済的実態に即して判断されるべきで、ペーパーとしての証券の発行の有無を問わない旨を明らかにする確認的規定を設けることが適当であろう。

なお、「幅広い有価証券」の呼称については、「幅広い有価証券」概念の内容が社債券等の伝統的有価証券とは異なる面もあるので、「有価証券」という文言を引続き使用することが適当かどうか検討する必要がある、例えば「投資物件」という文言を使用してはどうかとの意見もあったが、今後具体的な立法作業において引き続き検討していくことが適当と考えられる。

第4節 他の法令により投資家保護が図られているものの適用除外

「幅広い有価証券」の包括条項を前節に述べたように、米国のハウイ事件に関する判決で示された考え方に基づいて規定するとすれば、「幅広い有価証券」には投資であって複数の投資家が存在するもの（以下「集合投資」という。）が広く含まれることとなり、その中には既に他の法令による何らかの規制が行われているものも含まれることとなる。

他の法令による規制を受けている集合投資で「幅広い有価証券」に該当するものについては、当該他の法令による規制により、証券取引法のディスクロージャー規制又は取引の公正確保のための規制と同様又は類似の規制が行われ、これらの面で実質的に同等の投資家の保護が図られているような場合には、その態様に応じ証券取引法の規制の全部又は一部を

適用除外とすることが適当と考えられる。

第5節 「幅広い有価証券」の種類及び取引の態様

1. 「幅広い有価証券」として、今後、様々なものが登場することが予想される。これらのものをどう分類するかについては、様々な考え方があろうが、米国における「証券」の実態等を踏まえれば、一つの考え方として「幅広い有価証券」を企業金融型証券、資産金融型証券（注）及びその他のものというように分けることができよう。企業金融型証券とは、通常の株式、社債のように、企業が事業を行うために必要な資金を調達する目的で発行するものであり、証券化関連商品の中ではコマーシャル・ペーパーがこれに当たる。資産金融型証券は、専門家が特定の資産に対する投資を管理運用する仕組みを持ち、投資家はその仕組みについての持ち分を有することとなるものであり、英国金融サービス法上の集合投資計画、米国1940年投資会社法上の投資会社、米国のいわゆるペイ・スルー型証券、パス・スルー型証券及びREIT（不動産投資信託）並びに我が国の証券投資信託の受益証券、貸付信託の受益証券、分割販売されている抵当証券及び住宅ローン債権信託の受益権がこれに当たる。これらの資産金融型証券には、投資対象の資産が限定されず、運用について専門家の裁量に委ねることが多い投資会社、集合投資計画のようなものと、投資対象の資産が限定され、運用について裁量の余地が少ない住宅ローン債権信託、パス・スルー型証券のようなものがある。その他のものとしては、企業金融型証券と資産金融型証券の両者の性質を持ち、いずれにも分類しきれな

いものがあるろう。

(注) ここでいう資産金融型証券は、資産の流動化により資金調達を行うことを目的とするいわゆる資産担保証券（アセット・バックト・セキュリティー）と不特定多数の投資家から集めた資金をプールして資産に運用する投資信託類似のもの双方を含んだ広い意味のものである。

企業金融型証券は、企業自身が証券の発行者であり、発行によって調達した資金をみずからの事業資金として用いるものであるのに対し、資産金融型証券の場合は、その発行者は受託会社という単なる信託財産の管理者か、あるいはたとえ会社であってもペイ・スルー型債券における特別目的会社のように単に財産を管理する主体であり、実質的にその証券を仕組み、資金を取得する委託者や親会社（これらの者を以下「オリジネーター」と呼ぶ。）は別に存在し、また、証券の発行によって調達された資金は、主として資産に対する投資として運用されるという特色がある。

2. 「幅広い有価証券」には、かなりの大量性及び流通性を有するものもあろうが、商品の個別性が強く比較的少数の投資家に販売されるものもあろう。また、商品性が定着するまでの間一定の機関投資家を対象として販売される等、私募又は私募に近い形で取引されるものも多いと考えられる。さらに、近年の取引の国際化の進展、我が国投資家のニーズの多様化等から、今後、様々の「幅広い有価証券」が我が国に流入することが予想されるが、この場合についても私募又は私募に近い形で取引されるものが多いと考えられる。

第2章 ディスクロージャー制度

第1節 「幅広い有価証券」についてのディスクロージャー制度の必要性

証券化関連商品は、不特定多数の投資家による保有を通じて、市場から資金調達を行うことを指向している。不特定多数の投資家に保有される可能性のある投資については、投資家が的確な投資判断を行うために必要な情報を適切に入手できるようにディスクロージャー制度を整備する必要がある。

ところで、このような考え方に基づくディスクロージャー制度は、既に証券取引法に規定されており、制度の考え方、方法、内容等については、共通の原則で律することが可能であると考えられるので、証券化関連商品についてのディスクロージャー制度は、伝統的有価証券をも含めた「幅広い有価証券」全体についての制度として構成することが適当である。

ただし、現行の証券取引法のディスクロージャー制度は、社債券、株券といった企業金融型証券の典型的なものを想定しているため、様々な態様が予想される「幅広い有価証券」に対応しうよう見直す必要があると考えられ、特に、資産金融型証券に対応した適切な開示等について配慮する必要があると考えられる。

なお、ディスクロージャー制度の見直しに当たっては、投資家の保護を通じて、資本市場の健全かつ円滑な発展に資するというその趣旨に鑑み、取引の態様に応じた適切なものとなるよう配慮する必要があると考えられる。

第2節 現行のディスクロージャー制度の特色（米国1933年証券法等との対比）

1. 現行の証券取引法のディスクロージャー制度は、同制度の対象として法律上明示されているのが社債券及び株券等であることから、企業内容の開示に重点が置かれている。すなわち、会社が発行者である場合について規定し、また、開示内容として、一律に企業内容を記載することを義務づけている（注1）。そして、発行者が会社以外の者である場合には、会社についての規定を準用する（同法第27条）こととしている。

これに対し、米国1933年証券法及び1934年証券取引所法においては、「証券」の概念が幅広いことから、各種の規定は、多様な発行者及び多様な「証券」に対応しうよう規定されており（注2）、開示内容についても、1933年証券法に基づくSEC規則により「証券」の種類に応じた各種の開示内容の様式が定められ、個別の「証券」に関する開示内容については、これらの様式を弾力的に運用することにより対応している。

（注1）有価証券届出書及び目論見書には企業内容を記載することが義務付けられ（証券取引法第5条、第13条）、有価証券報告書及び半期報告書についても企業内容の記載が義務付けられているほか、会社の事業年度制を反映して年度毎、半期毎の提出が義務付けられる（同法第24条、第24条の5）。また、有価証券届出書等に虚偽記載等があった場合の損害賠償責任も会社の役員

や会社の財務諸表について監査証明をした公認会計士又は監査法人について規定している（同法第21条、第22条及び第24条の4）。

（注2）例えば、米国1933年証券法第11条は、登録届出書に虚偽記載等があった場合の民事責任の及びうる者として、「発行者の取締役（もしくは類似の職務を行う者）又はパートナーであったすべての者」、「すべての会計士、技師、鑑定人その他職務上自己の記載に対して権威を与えることができる者」等を規定している。

2. 証券取引法は、有価証券の発行が募集（不特定且つ多数の者（注1）に対し均一の条件（注2）で有価証券の取得の申込を勧誘すること）に該当する場合、又は有価証券の売却が売出（不特定且つ多数の者（注1）に対し均一の条件（注2）で有価証券の売付の申込等をする）に該当する場合を公募とし、公募される有価証券について、当初開示として有価証券届出書の提出及び公募に際しての目論見書の交付を義務付けるとともに、公募された有価証券及び証券取引所に上場された有価証券等について、継続開示として有価証券報告書等の提出を義務付けている。

私募の場合については、その一部について大蔵大臣に対する通知書の提出が要求されているものの、ディスクロージャーは要求されず、法令上の規制は存在していない（注3）。

（注1）通達により、勧誘対象者の数が50名程度以上の場合とされている。

（注2）通達により、発行価格、売価格、利率、払込期日

等の条件が異なる場合は別個の募集又は売出として取り扱われることとされている。

(注3) 私募債については、別途、行政指導及び業界の自主規制が行われている。例えば、発行額20億円以上の大型私募事業債については、投資家を50人未満の機関投資家とし、投資家は投資目的であることを確認する書類を証券局長に提出するとともに、原則として2年間転売を行わない等の制限が課されている。

これに対し、米国1933年証券法は、引受人が関与する発行及び発行者による私募以外の発行を公募とし、公募となる場合には、当初開示としてSECに対する登録届出書の提出が義務付けられるほか、発行時から90日間（初めての登録の場合）又は40日間（既に登録をしたことがある発行者の場合）は、ディーラー又はブローカーは目論見書の交付を義務付けられている。また、公募された有価証券及び取引所に上場された有価証券等については、継続開示として、年次報告書等の提出が義務付けられている。

SECは私募とみなされる場合として、取得者の数が銀行等の有資格投資家を除き35人以内であって、投資家に情報提供を行っていること、転売制限を確保する手続がとられていること等の要件を充たすことを求めているほか、ディスクロージャー義務の回避を防止する観点から、私募の証券の転売については、少なくとも2年間保有すること等の様々の制約を課している。ただし、最近のSEC規則の改正により、米国内の証券取引所に上場されている証券等を除いた一定の証券については、転売先が特定の機関投資家である場合には

私募の規制を緩和している。

3. 証券取引法は、ディスクロージャーに関する適用除外証券として、国債証券、地方債証券、特別の法律により法人の発行する債券（金融債、特別法人債等）、特殊法人の発行する出資証券、証券投資信託又は貸付信託の受益証券及び政府が保証している社債券を規定している（同法第3条）。

米国1933年証券法及び1934年証券取引所法は、ディスクロージャーに関する適用除外証券として、米国政府、州等が発行又は保証する証券、銀行が発行又は保証する債券（発行開示のみ、継続開示は必要とされている）、満期の9ヶ月を超えないノート、公的監督下にある法人の発行する保険等を規定している。

第3節 ディスクロージャーの枠組みの再検討

第1款 開示の内容等の面からの見直しの必要性

現行の証券取引法のディスクロージャー制度は、通常の企業金融型証券としての社債券及び株券を念頭におき、企業内容の開示に重点を置いて組み立てられているため、資産金融型証券のディスクロージャーを適切に行おうとする場合には、次に述べるように、開示の内容、開示の形式、不適切な開示が行われた場合の損害賠償責任を負う主体等について対応しにくい面があり、資産金融型証券の実態に即したディスクロージャーの在り方を検討するなど、同法の規定の見直しを行う必要があると考えられる。

(1) 開示の内容

現行の証券取引法は、発行開示、継続開示を問わず企業内容の開示を義務付けているが、資産金融型証券については、発行主体自身の財務情報の重要性は乏しい一方、当該証券の仕組み、運用対象資産の内容、リスク評価等の重要性が高い。また、米国においては、パス・スルー型証券やペイ・スルー型証券の開示内容としてオリジネーターの開示を行っているが、資産金融型証券については、このような工夫も必要と考えられる。

(2) 開示の形式

現行の証券取引法は、継続開示の形式として年度毎の有価証券報告書及び半期報告書の提出と臨時報告書の提出を義務付けている。資産金融型証券についても、一定期間毎の報告書に意義がないわけではないが、事業年度で経営が評価される企業金融型証券とは異なること等を考慮すれば、これに応じた取扱いが可能となるように配慮する必要があると考えられる。

(3) 監査等の在り方

現行の証券取引法は、企業の財務諸表に関する公認会計士等の監査証明について規定を設けているが、米国1933年証券法は、「会計士、技師、鑑定人その他職務上自己の陳述に権威を与えることのできる者」の報告書又は評価書が広く登録届出書の一部をなすことを予定している（同法第7条）。

資産金融型証券については、財務諸表が添付されないも

のや不動産の鑑定を添付させるといったものも想定される。したがって、開示の内容に応じて、監査等の対象、監査等の主体等についてそれぞれの実情に応じ弾力的に対応していく必要がある。

- (4) 不適切な開示が行われた場合の損害賠償責任を負う主体
現行の証券取引法は、有価証券届出書等に虚偽記載等があった場合の損害賠償責任を負う主体として、会社の役員、監査証明をした公認会計士等を規定しているが、資産金融型証券については、オリジネーターや開示に関係して各種の証明、評価を行う主体も必要に応じ責任主体とすることについても検討する必要がある。

第2款 公募・私募概念の見直しの必要性

証券化関連商品については、私募又は私募に近い形で取引されるものがかかなりあると予想される。しかし、最近の金融情勢の変化、取引の状況等を勘案すると、現行の証券取引法の公募・私募の概念及びこれに関連する制度については、これをそのまま維持することは、以下のような問題があると考えられる。これらの問題は、いずれもディスクロージャー制度の根幹に係るものであり、十分な検討を早急に行い、「幅広い有価証券」概念の導入と併せ、制度の見直しを行うことが望ましいと考えられる。

- (1) 現行の証券取引法上、私募の形で発行された有価証券については、発行後の転売が売出しに該当する場合を除き

ディスクロージャーが課されていないが、法律上発行後の転売制限等が規定されておらず、大型私募事業債についてのみ行政指導等により制限が課されている状況にある。私募について、ディスクロージャーが課されていないのは、その有価証券が、それについて十分な知識を有していない不特定多数の投資家に保有されることがないことを理由としていると考えられる。したがって、私募の形で発行された「幅広い有価証券」が短期間の内に転売され、実質的に不特定且つ多数の者に保有されることとなれば、ディスクロージャー制度の趣旨が守られないこととなるので、私募の形で発行されたものについて、発行後の一定期間内の転売制限等を行えるように法令上の措置を講ずる必要はないか。

- (2) 現行の証券取引法上、公募すなわち募集又は売出の要件として「均一の条件」が定められているため、販売価格等の条件を小刻みに変更して販売していけば、短期間のうちに不特定且つ多数の者に販売しても公募に該当しないこととなる。本来、公募についてディスクロージャーを課するのは、不特定且つ多数の投資家を対象とする場合には適切な情報開示を行う必要があるとの趣旨であるとするれば、「均一の条件」を公募の要件とすることは、必ずしも合理性があるとは言えないのではないか。

なお、米国においては、実質的にみて同一の資金調達と考えられる場合には、6ヵ月間に販売をした投資家の数を通算した上で公募か否かを判断するルールが確立しており、「均一の条件」は要件となっていない。

(3) 現行の証券取引法上の募集又は売出の要件として定められている「不特定且つ多数」については、投資家の属性がどのようなものであっても、その数が50名程度以上となる場合はこれに該当するとして運用されている。米国等においては、公募の要件として、対象となる投資家が投資についての専門家であるかどうか等の投資家の属性も考慮しており、我が国においても、例えば、市場に精通した一定の機関投資家を対象とする場合には、必ずしもこれを公募として詳細なディスクロージャーを課する必要はないのではないか。また、このようなものを私募とする場合、「幅広い有価証券」の取引の範囲が機関投資家間に限られているときは、転売制限を緩和又は撤廃することを考えてもよいのではないかと。

第3款 適用除外の見直し

現在、ディスクロージャー制度の適用除外とすることが法律上定められているのは、国債、地方債、政府保証債、特別の法律により法人の発行する債券、特別の法律により設立された法人の発行する出資証券並びに証券投資信託及び貸付信託の受益証券である。これらが適用除外とされているのは、発行者、保証者の信用度が特に高いこと、特別の法律によってその発行につき監督が行われていること等によるものと考えられている。しかしながら、本来ディスクロージャーは投資家が自己責任の原則に立ち、証券の安全性等について判断しうるよう適正に情報を開示するという趣旨から行われていること等を考慮すれば、適用除外の対象とするのは、別途、

証券取引法のディスクロージャー規制と同様又は類似の規制が行われ、実質的に同等の投資家保護が図られているようなものであるか否かを基準に考えていくことが適当と考えられる。

なお、短期の証券については、取引の円滑化の必要性、取引の態様等を考慮し、開示の免除又は開示の簡素化等を行うことについて検討する必要がある。

第4款 適切な開示を担保するための行政手続の整備

現行の証券取引法では当初開示については、原則として届出書提出から15日目で効力を生ずるとされ（第8条第1項）、届出書類に形式上の不備があり、又はその書類に記載すべき重要な事項の記載が不十分であるときに大蔵大臣が訂正届出書提出命令を出した場合に限り効力の発生を延期できるとされている。

「幅広い有価証券」については、多様なものが出現すると予想されるが、行政当局としてこれらについて適切な開示内容を担保するため、事前に問合わせを受けた場合に敏速な対応をするとともに、特に新種の証券に係る開示について注意を払い、必要に応じ指導していく体制を整備する必要がある。

また、「幅広い有価証券」のすべてについて予め適切な様式を省令で規定しておくことは、困難であると考えられるので、新種の証券で従来の様式で対応し難いもの等について、新たに記載事項を追加しうることとし、また、必要に応じ、上記の期間を弾力的に延長できることとする等の規定を整備しておくことが適当であろう。

第4節 格付の活用

証券化関連商品については、格付の役割が一層重要であり、格付制度の定着を図っていく必要があることは、既に中間報告書第4章第6節第1款で指摘されているところであるが、資産金融型証券で仕組み性を有するもの等ディスクロージャー制度のみでは必ずしも投資家が判断することが困難なものも多く予想されるので、格付活用の方策について検討を進めていくことが必要であると考えられる。

第3章 取引の公正確保のための規制

第1節 「幅広い有価証券」についての行為規制の必要性等

1. 証券化関連商品の取引が円滑に行われ、市場機能を活用した資金調達及び資金運用が行われるためには、投資家が的確な投資判断を行うために必要な情報を入手しうることが必要であるとともに、取引自体が公正に行われ、さらに、市場における価格形成等が公正に行われること等により投資家の市場に対する信頼が確保されることが重要である。したがって、証券化関連商品については、このような観点から取引についての行為規制が必要となる。
2. このような観点からの行為規制は、既に社債券等の伝統的有価証券について証券取引法に規定されており、行為規制の考え方、方法、内容等については、共通の原則で律することが可能であると考えられるので、証券化関連商品の行為規制についても、現行の証券取引法の行為規制の体系を基本とすることが適当と考えられる。
3. 「幅広い有価証券」については、その多様性等からみて取引の公正を確保することが重要であると考えられるので、現行の行為規制自体が取引の透明性、公正性を確保する上で実効性のあるものとなっているかどうかについても、必要に応じ見直しを図ることが適当と考えられる。
4. 取引の公正確保のための規制は、証券取引にかかわる者の

行為に対する規制であり、その性格上、同一の行為を行う者に対しては、同一の規制を課することが適当である。したがって、後述する仲介業者に対する投資勧誘等の適正化のための規制及び外務員規制についても、機能別規制の考え方にたって、「幅広い有価証券」についての仲介業務を行う主体及び外務員に対して、原則として統一的に適用されることが適当と考えられる。

第2節 我が国及び米国等の行為規制の体系

1. 我が国の取引の公正確保のための規制としては、現行の証券取引法において、すべての者を対象とし、主として刑事的制裁によって担保される規制として、一般的な詐欺的行為の禁止（証券取引法第58条等）、相場操縦の禁止（同法第125条等）及び内部者取引の規制等（同法第190条の2等）があり、また、業者を対象とし、主として行政処分により担保されるその投資勧誘の適正化等を図るための行為規制として、広範に適正行為を確保するための証券会社等の禁止行為（同法第50条）、不適当な行為を予防的に防止するための予防的監督命令（同法第54条）等の規制がある。さらに、証券会社の外務員に対する外務員の登録等の規制（同法第62条等）が行われている。

なお、以上のほか、証券業協会の公正慣習規則も重要な役割を果たしている。

以上の行為規制のうち、すべての者を対象とする規制については、これまでのところ適用事例は少ない。業者を対象とした証券会社の禁止行為及び予防的監督命令の規定は、昭和

43年の免許制の導入の際に設けられたものであり、我が国における規制の重点は、証券業者の監督を通じ不適当な行為の発生を未然に防止することに置かれているといえよう。

2. 米国1934年証券取引所法及びそれに基づくSEC規則により行われている行為規制は、もともと我が国証券取引法がこれらを導入したものであることから、内容的には我が国とかなり類似しているが、我が国では証券局長通達等で対応している事項もほぼSEC規則に規定され罰則により担保される形になっている一方、我が国の業者に対する規制のように第一次的には行政処分のみで担保され、刑事的制裁は適用されないというものは見当たらない。したがって、米国の行為規制は、登録の取消等の行政処分もあるが、基本的には刑事的制裁により担保される事後的規制の体系となっている点に特色があり、具体的運用としても、SECが積極的にその幅広い調査権を行使し、禁止命令を活用し、必要に応じ告発を行っている。なお、SECの禁止命令の発動等の場合、当事者間の民事責任の追及が行われることが多い。

3. 英国金融サービス法は、詐欺行為の禁止、相場操縦の禁止、従業員に対する規制、投資業者以外の広告禁止等の規制を有するほか、投資業者の適正な業務活動を確保するために、同法に基づき証券投資委員会(SIB)が示す業務行為についての指針及び原則にしたがって、自主規制団体が策定する業務行為に関する細則が活用されている点に特色がある。

前者の法律上の規制は、原則として、刑事的制裁及びSIBの差止命令で担保され、業務行為規制は、自主規制団体の

懲戒処分、業務行為に関する細則に対する違反についての個人投資家等による民事責任の追及及びSIBの差止命令で担保される。

4. 以上のように取引の公正確保のための規制について、我が国の証券取引法の母法である米国の法制は、法令違反に対する刑事的制裁と民事賠償を中心として運用され、また、英国のそれは、刑事的制裁、自主規制団体の懲戒処分、民事賠償等によっているが、我が国においては、証券会社の免許制によるいわゆる予防的監督行政を基本に業者監督を通ずる行政措置によって対応しているのが実情である。このことは、我が国の司法風土、我が国における行政と司法とのかかわり方を考慮した場合、米国等とは異なる我が国の実態に即した法の枠組みとその運用となっているものと考えられる。

第3節 各種の行為規制の「幅広い有価証券」に対する適用等

第1款 すべての者を対象とする規制

1. 証券取引を行うすべての者を対象とし、主として刑事的制裁により担保される規制の、「幅広い有価証券」に対する適用については、次のように考えられる。

(1) 詐欺的行為の禁止（証券取引法第58条）

第58条は、何人も、有価証券の取引について不正の手段、計画又は技巧をなしてはならない等を規定した有価証券取引について広く不公正な取引を禁止する一般則ともいえる

規定であり、今後「幅広い有価証券」について予想される様々な詐欺的行為に対応するため、同条は、「幅広い有価証券」に適用されることが適当である。

これまでの適用例としては、昭和40年に最高裁判所の判決で確定した那須硫黄鉱業事件がある。

なお、米国では、判例法により、詐欺的行為の禁止の違反について民事責任の追及ができることとされており、我が国においても、第58条の違反について、損害額の推定等民事責任の追及を容易にするための規定を整備することについて検討を行ってはどうかとの意見があった。

(2) 証券記事等の制限（証券取引法第 191条の 2）

何人も、有価証券の発行者等の発行関係者から対価を受けて当該有価証券に関する投資判断を新聞等に表示する場合には、対価を受けている旨を併せて表示しなければならないとしている。これは、米国1933年証券法第17条(b)を導入したものである。

なお、我が国及び米国においては、有価証券の公募に伴う広告は目論見書とされ、その内容は、ディスクロージャー制度の一環として規制を受けており、英国においては、一定の広告が行われること自体を公募とし、その手続、内容等の規制を行っている。

証券記事等の制限は、その内容の一般性に鑑み「幅広い有価証券」に適用されることが適当であるが、その場合に、発行者と広告を行う者の関係、その他の利害関係の表示を含める等、その内容を整備することについて検討を行うほか、一般的な広告規制として、広告による勧誘は、公募以

外の場合は禁止することについても検討を行うことが適当と考えられる。

- (3) 有利買付け等の表示の禁止（証券取引法第 191条の 3）及び一定の配当等の表示の禁止（証券取引法第 191条の 4）

これらの規定は、昭和27年に当時起きた保全経済会及び株主相互金融等の事件を踏まえ、このような事件を防止するために出資法の制定と併せて証券取引法に導入されたものであり、その趣旨は、株券も受益証券もいわば本来出資金であり、元本も利益も保証されないものであるにもかかわらず、不特定且つ多数の相手方に元本保証や利益を約束して勧誘することは不健全であるとするものである。

「幅広い有価証券」には、株券、受益証券のほかにこれらの規定を適用することが適当なものがありうると考えられるので、「幅広い有価証券」の概念を採用するのに伴い、これらの規定の適用範囲について検討していく必要があるう。

- (4) 相場操縦の禁止（証券取引法第 125条及び第 126条）

証券取引法第 125条は、上場有価証券について、売買が繁盛に行われていると誤解させる等取引の状況に関し誤解を生じさせる目的をもって仮装売買等を行うこと等を禁止している。この規定に違反した者については、罰則の適用のほか、違反行為により形成された価格で取引をした者の受けた損害を賠償する責任がある（同法第 126条）。これらの規定は、証券取引法第58条の特則として、市場におけ

る価格形成を公正にし、市場に対する信頼を確保しようとするものである。

証券取引法第 125条が適用された事例としては、昭和48年に起訴された協同飼料事件をはじめとして4件の事例がある。

証券取引法第 125条及び第 126条は米国1934年証券取引所法第 9条を導入したもので、殆ど同一の内容である。同条は、取引所登録証券のみを対象としているが、ディーラー、ブローカーについては、それ以外の証券についても、相場操縦が禁止されている。また、英国金融サービス法第47条第 2項は、広く投資物件一般について、取引を勧誘する目的で相場操縦を行うことを禁止している。

これらの規定は、「幅広い有価証券」で上場されるものについて適用される必要がある。また、これらの規定については、最近の店頭市場の状況を踏まえ、店頭市場における取引にも適用することについて検討する必要があると考えられる。

(5) 内部者取引の禁止（証券取引法第 190条の 2 及び 190条の 3）

これらの規定は、いずれも有価証券の投資判断に影響を及ぼす情報で未だ公表されていないものを有している者がその情報を明らかにすることなしにそのような情報を知らない相手方と取引を行うことは不公正であるとの考え方に立ち、そのような可能性の強い、主として会社が発行者である有価証券で上場されているものについて規制を行うものである。

これらの規定は、証券取引法第58条が事案の具体的内容によっては内部者取引に適用があるものと解されるが、内部者取引に対する規制をより実効性のあるものとするため、昭和63年の証券取引法改正により設けられたものである。

これらの規定の適用対象は、有価証券のうちから政令で定められることとされており、現在政令により対象として規定されている株券、新株引受権証書、転換社債券、新株引受権付債券等以外は当面考えにくいだが、将来これらの規定により内部者取引を規制することが可能かつ適当なものがありえないともいえないことから、そのようなものを適用対象としうるようにしておくことが適当と考えられる。

また、これらの規定については、最近の店頭市場の状況を踏まえ、店頭市場において取引されているものにも適用することについて検討する必要があると考えられる。

なお、会社以外の者が発行者である「幅広い有価証券」で内部者取引が行われる可能性の強いものが登場することも予想されるが、証券取引法第190条の2及び190条の3の規定は、上記のように会社が発行者である場合を想定するとともに、各種の要件が詳細に規定されていることもあり、現在の規定のままでは、会社以外の者が発行する「幅広い有価証券」にこれらの規定を適用することは困難な面がある。したがって、このような点についてどのように対応するかについても、引き続き検討する必要があると考えられる。なお、これに関連し、このような「幅広い有価証券」については、差し当たり証券取引法第58条の運用により対応する方法があるとの意見があった。

2. すべての者を対象とする規制については、従来必ずしも適用事例は多くないが、「幅広い有価証券」は、様々なものが登場すると予想され、これらの規制の実効性を高めることが一層重要であると考えられる。したがって、これらの規制の実効性を高める観点から、行政調査の充実、自主規制団体の体制の整備等未然防止体制の強化を図っていく必要があると考えられる。

これに関連し、不公正取引行為について、個別類型化を図り、行政当局における予防監督的な観点からの運用の指針等として活用すべきであるとの意見があった。

第2款 業者に対する投資勧誘行為の適正化等のための規制

1. 取引の公正確保のため、以上のすべての者を対象とする規制のほか、業者に対する予防的監督行政によりその実効性の確保が図られているが、現在、業者を対象としてその投資勧誘等の適正化を図るために行われている行為規制は、法令上のものとしては、昭和43年の免許制の導入の際に、予防的監督行政を通じて投資勧誘の適正化等を図るために導入された証券会社等の禁止行為の規制及び予防的監督命令のほか、証券取引法制定時からの利益相反防止等を目的した各種の規定がある。これらの行為規制は、いずれも原則として行政処分担保されることとされる点に特色がある。なお、以上のほか、大蔵省証券局長通達に基づき、投資家に適合した勧誘を推進するために設けられた証券業協会の公正慣習規則がある。

2. 「幅広い有価証券」については、今後態様として様々のものが出現することが予想され、また、金融の証券化は、市場型取引を指向するものであるので、取引において仲介業者の占める役割は重要であり、その投資勧誘等の行為が適正に行われることを確保する必要がある。現在仲介業者に対して行われているその投資勧誘の適正化等のための行為規制は、次のようなものであるが、これらは原則として「幅広い有価証券」について適用される必要がある。

(1) 証券会社等の禁止行為（証券取引法第50条）

必ずしも不法行為としての性格を有するものにとどまらず広範に証券会社の適正行為を確保するために、法律上の禁止行為として、証券会社等が証券取引の勧誘に際して価格等に関連して断定的な判断を提供すること等を規定するほか、広く省令により投資家の保護に欠ける行為等を禁止行為として弾力的に規定しうることとしており、現に省令により様々の禁止行為が規定されている。

(2) 予防的監督命令（証券取引法第54条）

大蔵大臣は、証券会社の業務の状況が、投資家保護等のため適切でない場合として省令で定められた場合に該当するときは、一定の要件のもとに業務の方法の変更等を命ずることができる。

これについても省令で弾力的に定めうることとされており、現在は、省令により、推奨販売及び過大引受等を行っている場合が定められている。

-
- (3) 利益相反防止等（証券取引法第45条から第47条まで、第61条、第65条、第127条等）

証券会社がブローカー、ディーラー及びアンダーライターを併営していることに伴う証券会社と顧客との間の利益相反を防止するため、取引態様の事前の明示義務、向い呑みの禁止、引受人の信用供与の制限及び自己計算取引等の制限が課されている。

なお、第45条の証券会社の社債券等の受託の禁止及び第65条の金融機関の証券業務の原則的禁止には、それぞれ意味は異なるが、利益相反の防止の意義もあると考えられる。

- (4) 投資家に適合した勧誘の推進等（証券局長通達「投資家本位の営業姿勢の徹底について（昭和49年12月）」並びに証券業協会の公正慣習規則「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」及び「広告に関する規則」）

通達により示された適切な情報の投資家への提供及び投資家に最も適合した投資勧誘の推進の趣旨を踏まえ、公正慣習規則により顧客カードの整備、信用取引の開始基準、過当勧誘の禁止等を定めている。また、広告規制も行われている。

3. 近年における世界各国における規制緩和の進展と取引の国際化を踏まえ、証券監督者国際機構（IOSCO）においては、取引の公正確保のための業者の行為規範に関し、各国の行為規範の調和が重要であるとの観点に立って、行為規範についての一連の諸原則を策定することを目的とする作業が開始されている。現在検討が進められている原則の項目は、誠
-

実・公平、注意、能力、顧客に関する情報、顧客に対する情報、利益相反及び市場ルールの遵守の7項目である。

証券取引の国際化等の動きを踏まえ、業者を通ずる行為規制の国際的調和の必要性が高まっていることから、今後、諸外国における行為規制の動向等を踏まえ、業者規制の体系の整備について検討を進めていくことが適当と考えられる。

これに関連し、投資家の自己責任の下で、投資家が必要な情報を入手して明確な投資判断を行うために、業者と投資家の間の対等な取引条件を確保することが重要であり、そのために、例えば法律により業者の忠実義務又は誠実義務を明らかにし、省令等で合理的な説明義務及び適合性原則等を制定し、その具体化を自主規制団体の規制で行うといったように規制の原則の明確化と体系化を行う必要があるのではないかとこの意見があった。

第3款 外務員規制

1. 証券会社の外務員については、投資家保護等の観点から外務員としての不適格者を排除するために、外務員の登録制度が設けられている。登録拒否要件として、証券取引法違反を行った者であること等を定めるとともに、法令違反や著しく不適当な行為をしたと認められるときは、登録を取り消す等の処分を行うこととしている（証券取引法第62条等）。なお、証券業協会は公正慣習規則「証券従業員に関する規則」を制定し、外務員は、外務員資格試験の合格者等でなければならない旨を定めている。なお、この制度は、国債等について証券業務を行う金融機関については適用されておらず、業務内

容方法書により証券業務に従事する者は、銀行協会等が行う資格試験の合格者等であることが定められているが、販売に従事する者自体を対象とする行政処分の制度はない。

2. 米国においては、1934年証券取引所法第15条(b)により証券従業員についての試験制度と適格性基準が定められ、英国においては、金融サービス法第59条により悪質従業員の主務大臣による資格剥奪命令の制度が定められているほか、業者行為規制の原則として従業員の適合性、十分な研修等の確保に努める必要性が示されている。

3. 「幅広い有価証券」についても、投資家保護の観点から、外務員の質的な充実とその行動を規制することが重要であり、原則として登録制度、試験研修制度等の外務員に関する規制を適用することが必要であると考えられる。

第4章 仲介業者に対する営業規制

第1節 現行の証券取引法による仲介業者に対する営業規制とその趣旨

1. 現行の証券取引法においては、有価証券の仲介業務を行う証券会社に対する営業規制として、開業規制としての免許制、投資勧誘の適正化等を図るための行為規制、財務及び経理に関する規制及び兼業制限が定められているほか、金融機関の証券業務の原則的禁止と金融機関が国債等の公共債に関し証券業務を行う場合の認可制が定められている。

(注) 仲介業者に対する営業規制の概要は、次のとおりである。

(1) 免許制

証券業務を、イ. 有価証券の売買、ロ. 売買の媒介等、ハ. 引受及び売出並びにニ. 募集又は売出の取扱いの4種類に区分し、種類毎に免許を行う免許制を採用している(28条)。

(2) 投資勧誘の適正化等を図るための行為規制

業者についてその行う投資勧誘の適正化等を図るため、広範に証券会社の適正を確保することを目的として証券会社等の禁止行為が定められ(50条)、また、推奨販売、過当な引受競争等を行っている場合には予防的監督命令の発動により業務状況の是正ができることとされている(54条)等、行政による予防的監督を通ずる規制に重点がおかれているほか、利益相反防止等の観点から、取引態様事前

の明示義務（46条）等の規制が行われている。

(3) 財務及び経理に関する規制

証券会社の財務の健全性を保持するため予防的監督命令（54条）の発動により業務状況の是正ができる場合として、負債比率、純財産額、経常収支及び不良資産についての基準等が定められている。また、最近においては、新たな自己資本規制が導入されている。

(4) 兼業制限

証券会社は、証券業以外の業務を営むことは禁止されているが、有価証券に関する業務その他の証券業に関連する業務で、証券業を営む上において公益又は投資家保護のため支障を生ずることがないと認められるものについて、大蔵大臣の承認を受けたときは、兼業が許されており、現在公社債の払込金の受入れ及び元利金支払の代理事務等の14種類の兼業業務が認められている（43条）。

(5) 金融機関の証券業務の原則的禁止等

金融機関が証券業務を行うことは、原則として禁止されるが、国債等の公共債についての証券業務等については、認可を受けて行うことができる（65条、65条の2）。この場合においては、証券会社の業務に関する禁止行為や予防的監督命令等の規則が準用されるほか、証券取引法上の検査を受けることとされている（65条の2）。

2. 米国においては、1934年証券取引所法により証券業者をブローカー又はディーラーとしてとらえ、証券業を行う場合には、登録を要することとしている。登録制であるため、登録拒否の基準に該当しなければ登録を認められる。証券業者に

対する規制としては、取引の決済、証券の引渡、売買報告書等についての規制、適切な説明義務、適合性原則、利益相反関係の開示等の行為規制、財務及び経理に関する規制等が定められ、これらの規制の違反については、登録の停止等の行政処分と罰則が課せられる。

登録制は、要件充足主義の下に、自由設立を建前としつつ、主として事後的な非違事項の摘発により行為規制の実効性を確保しようとするものである。

なお、米国では銀行規制当局により規制・監督がなされている銀行は、ブローカー、ディーラーの定義から除外されており、SEC規則による規制はなされていない。

3. これに対し、我が国において仲介業務に対する営業規制として免許制が採用されている趣旨は、証券業を経営するにふさわしい十分な資格要件を有すると認められる会社にのみ免許を付与するとともに、大蔵大臣の監督権限を強化することにより、証券会社が行う投資勧誘等の業務について免許取消等の行政処分の対象となる事態を未然に防止することに主眼を置いた予防的監督行政を行おうとするものである。このことは、我が国の司法風土、我が国における行政と司法とのかかわり方等を考慮した場合、米国とは異なる我が国の実態に即した制度を採用していると考えられる。

第2節 「幅広い有価証券」の仲介業務に対する免許制等の適用

1. 証券化関連商品の取引については、その市場型取引を指向するという性格により、取引の仲介を行う仲介業者が取引に

において重要な役割を占めるため、仲介業者の投資勧誘等の行為が適正に行われることが必要である。

したがって、投資家の保護のためには、ディスクロージャー制度及びすべての者を対象とし主として刑事的制裁により担保される一般的詐欺行為の防止等の規制だけでは不十分であり、取引の仲介を行う仲介業者等に対する行政上の監督を通ずる営業規制を伴って初めて実効性を有することができる。

2. 証券化関連商品の仲介業者の行う投資勧誘等の行為規制について、伝統的有価証券のそれと同様に予防的監督行政を通じてその実効性を確保することを基本とすることが適当であることは、第3章第3節第2款で述べたとおりである。証券化関連商品も伝統的有価証券も不特定多数の投資家の存在を指向するものであり、投資家保護の観点から、両者の仲介業務の取扱いを異にすることは、適当でないものと考えられる。

したがって、証券化関連商品の仲介業務についても、基本的には、現在の伝統的有価証券の仲介業務についての免許制等の営業規制と同様の規制を行うことが必要かつ適当であり、また、証券化関連商品と伝統的有価証券は連続した一体としてとらえることが自然と考えられることから、証券化関連商品の仲介業務についての営業規制としては、原則として、社債券等の伝統的有価証券をも含めた「幅広い有価証券」の仲介業務について現行の免許制等の営業規制を適用することが適当と考えられる。なお、「幅広い有価証券」には多様なものが登場することが予想されることもあり、取扱商品の種類を定める等業務の範囲を限定した免許を付与することも考え

られよう。

3. 「幅広い有価証券」の仲介業務について免許制を適用する場合、その資格要件については、現行の証券取引法により定められている免許基準である、健全な財産的基礎及び収支の見込、人的構成に照らして適切な知識及び経験を有しかつ十分な社会的信用を有すること等の基準を証券化関連商品等の仲介業務に新たに参入する者についても適用することが適当であり、一般的には、参入しようとする者の適格性について、このような免許基準に照らして適正に判断して対応すべきものと考えられる。

4. 銀行が「幅広い有価証券」の仲介業務を行うことについては、証券化関連商品について証券取引法第65条をどのように考えるかという問題がある。すなわち、現行証券取引法第65条は、その基礎にある基本的な考え方として、利益相反の防止、競争条件の均衡、銀行の健全性の確保等があるとされ、同条はそのような観点から、銀行が広く証券業務に参入することによる弊害を回避するために、銀行が証券業務を兼営することを原則として禁止している。不特定多数の投資家の存在を指向する証券化関連商品を含めた「幅広い有価証券」について、同条を適用すれば、銀行は、証券化関連商品の仲介業務を行えないこととなるが、資本市場をめぐる環境の変化等を踏まえ、この点についてどのように考えるかが問題となる。

証券化関連商品にも株式や社債と経済的機能が同一又は類似のものも多くあると考えられ、また、取引の態様として基

本的には金融の証券化が市場型取引への移行を指向しているところから、利益相反の防止、競争条件の均衡等について何らかの対応が必要となる。こういった問題については、第2部会が、65条の今日的意義、弊害の防止の在り方等について議論していることから、同部会の議論を踏まえつつさらに検討する必要がある。

第5章 証券化関連商品に関連する各種の行為と投資家保護 等

第1節 検討の必要性

前章までにおいては、証券化関連商品に関する投資家保護のための法制上の枠組みとして、証券取引法の基本的な枠組みであるディスクロージャー制度、取引の公正確保のための規制及び仲介業者に対する営業規制を活用することについて検討を行った。

証券取引法の規制の基本的な考え方は、不特定多数の投資家に保有される可能性のある投資について、投資家が投資判断を的確に行うために必要な情報を取得しうるように配慮するとともに、取引の公正を確保するための種々の規制を課することとし、その上で投資の実行については、投資家の自己責任原則に委ねるというものであり、投資の内容自体に立ち入って規制することはしないのが原則である。また、同法の規制は、有価証券の発行及び売買等という行為をその対象としている。

ところで、証券化関連商品については、その内容について様々なものが登場することが予想され、商品によっては、様々な主体による各種の行為を前提として、発行、売買等が行われることも少なくない。そこで、証券化関連商品に関連する各種の行為について、証券取引法の規制の適用関係を踏まえつつ、投資家保護の観点から、同法の規制の適用のみで十分かどうかについて検討を行う必要がある。

また、投資家保護等の観点から、他の法律により行われて

いる規制との関係についても検討を行う必要があると考えられる。

第2節 証券化関連商品に係る各種の行為

証券化関連商品については、資産金融型証券に例をとると、次のような各種の行為が考えられる。

- (1) 資産金融型証券を仕組むいわば材料となる資産を形成する行為（例えば、不動産投資信託の場合の対象となるオフィスビルの建築、住宅ローン債権信託の場合の住宅ローンの貸付等。）。
- (2) 資産を集約し一体のものとして、例えば、信託等の手段を用いて、資産金融型証券に仕組む行為、又は投資信託類似のものである場合には投資信託類似商品を仕組む行為（以下「仕組み行為」という。）。
- (3) 投資信託類似のものその他仕組み性が高い資産金融型証券について、その投資資産の管理運用をする行為（以下「管理運用行為」という。）。
- (4) 仕組んだ資産金融型証券を仕組み者又は管理運用を行う者自身が販売する行為（以下「直接販売行為」という。）。
- (5) 資産金融型証券を仕組み者及び管理運用を行う者以外の者が発行の際に引受、販売等を行い、また、発行後市場に

において売買、媒介等を行う行為（以下「仲介行為」という。）。

なお、証券の販売等については、このほか、不特定多数の投資家に対して販売される等公募となる場合と私募となる場合に分けられる。したがって、各行為について投資家保護の観点から検討を行う場合には、公募・私募概念の見直しを踏まえつつ、公募又は私募の別に応じ、規制の必要性、その態様及び程度について検討することが必要となる。

各種行為のうち(1)の行為は、(2)以下の行為とは直接関連するものではないので、原則として投資家保護上の問題は生じない。

仲介行為は、これを業務として行う場合には市場における仲介業務となるものであり、これは、現在の証券取引法上の証券業そのものであって、投資家保護の観点から、その営業規制について、前章でとりあげたところである。

仕組み行為及び管理運用行為は、それが投資信託類似の仕組み性が高いものについて行う場合には、現在の証券投資信託の委託会社が行う行為に類似することとなる。これらの行為について、投資家保護上何らかの規制を要しないかどうか検討を要するものと考えられる。

また、直接販売行為についても、何らかの投資家保護のための規制が必要であるかどうか検討を要すると考えられる。

第3節 米国等における仕組み商品に対する規制と証券投資 信託法による規制

1. 米国においては、1940年投資会社法により、主として「証

券」（米国1933年証券法上の広い意味での「証券」）投資に従事しているか又はその資産総額の40%以上が「証券」である法人、パートナーシップ、株式会社、信託等の主体（投資会社）が発行する「証券」を、公募するか、100名超の投資家に保有されることとなる場合等には、投資会社は、SECに対し登録を要することとされ、投資会社と利害関係人等との間の証券の売買や貸借取引の原則禁止等を内容とする行為規制及び取締役会の構成等に係る組織規制が行われているほか、各種のディスクロージャー義務が課せられている。

なお、単一の証券に投資しており投資会社に運用上の裁量権がないものやモーゲージの取得等を主たる業務とする投資会社等については、これらの規制は適用されていない。

2. 英国においては、金融サービス法第8章により、通貨を含むあらゆる種類の財産に関する投資の取り決めで、利益又は所得が共同計算されるか、又は当該財産が分割されずに運営者により管理されるものを集合投資計画と定義している。ただし、オープンエンドの会社型以外の法人は定義から除外されている。集合投資計画については、それを仕組む者（管理者）と資産を受託する者（受託者）が同法に基づき認可を受けた認可業者とならなければならないとされ、また、個別の集合投資計画についても、個々に主務大臣の認可等を受けることが義務付けられ、認可等を受けずに一般大衆向けの勧誘広告等を行うことは禁止されている。管理者の行う投資勧誘の行為については、一定の規制が行われるほか、管理者と受託者が独立でなければならない等の規制が課されている。また、集合投資計画のうちのユニットトラスト計画に関しては、
-

参加者及び主務大臣への報告等も義務付けられている。ただし、単一の財産を対象とするものについては規制が免除するものとされている。なお、これまでユニットトラストとして認可を受け実際に業務を開始しうるものとされているのは、証券ファンド、マネー・マーケットファンド及びファンズ・オブ・ファンズである。

3. 我が国の証券投資信託法は、証券投資信託（信託財産を委託者の指図に基づいて特定の有価証券に対する投資として運用することを目的とする信託であって、その受益権を分割して不特定且つ多数の者に取得させることを目的とするもの）について、委託会社の免許制、他業兼営の制限等の組織規制、信託約款承認制、受益者に対する忠実義務、関係人との取引の指図その他の特定の行為の禁止等の行為規制及び信託財産報告書の大蔵大臣への提出、受益証券説明書の作成、提供等の開示規制を課している。なお、証券取引法上のディスクロージャーは免除されている。

第4節 仕組み行為等に関する投資家保護の観点からの検討

1. 資産金融型証券については、直接販売行為又は仲介行為により、不特定多数の投資家に公募の形で販売される場合には、証券取引法による投資家の保護としてディスクロージャーの義務が発行者に課されることとなるが、第2章でのべたように、今後、仕組みの内容、管理運用の方法、仕組み者等が開示されるようにするとともに、開示に虚偽記載があった場合には仕組み者にも責任が及ぶこととするなど同法の規定を見

直すことが必要である。

ところで、諸外国の例をみると、資産金融型証券で投資資産の管理運用が管理者の裁量に委ねられる等高度の仕組み性をもつものについては、仕組み者に対し、開業規制や仕組み自体の内容の規制を課するとともに、管理運用の主体に対し、利害関係者との取引の制限等の行為規制や仕組み者と管理運用の主体の中立的関係の維持等の組織規制等を課している。また、我が国証券投資信託法においても、仕組み者である委託会社の免許制、仕組みの内容を決める信託約款の承認制等の規制が行われている。

これらのことを考慮した場合、資産金融型証券で投資資産の管理運用が管理者の裁量に委ねられている等高度の仕組み性を有するもので、不特定多数の投資家に販売することが予定されるものについては、投資家保護の観点から、ディスクロージャーのみでなく、その仕組み行為及び管理運用行為に関し、所要の規制を行うことについて、検討を行うことが必要と考えられる。

2. また、資産金融型証券の直接販売行為は、発行者の行う直接募集であり、これについては、証券取引法の一般的な詐欺的行為の禁止の規制が適用されることとなり、さらに、公募として行う場合については、当該資産金融型証券についてのディスクロージャーが義務付けられることとなる。不特定多数の投資家を対象とする直接販売行為は投資勧誘を伴うものが多いと考えられるので、これらに加えて、投資家保護の観点から、何らかの規制を行うことの必要性についても検討を行う必要がある。

3. 以上のように、証券化関連商品、特に資産金融型証券に関連する仕組み行為、管理運用行為、直接販売行為等の各種の行為について、公募か私募か、投資信託に類似する仕組み性が高いものであるかどうか等の形態に応じ、投資家保護の観点から、証券取引法による規制に加えて、仕組み者及び管理運用を行う者についての開業規制及び組織規制、仕組み行為、管理運用行為及び直接販売行為についての業者規制を含む行為規制、ディスクロージャー規制等を行うことの必要性及びその態様に関し、今後、具体的に検討を進めていくことが必要である。

第5節 商法等との関連

1. 「幅広い有価証券」については、商法等の他の法律との関係で、発行等に制約があるものがあり、このような制約についても、今後、資本市場の健全かつ円滑な発展を図る観点から、検討を進めていく必要があると考えられる。
2. 商法においては、社債権者保護の観点から、社債発行限度の規制が設けられている。中間報告書第4章第6節第2款においても指摘されているとおり、我が国においては、社債発行限度規制との関係から優良な資産を特別目的会社に譲渡し、その会社が資産を裏付けにして債券を発行することは、実際上困難である。金融の証券化の進展への対応といった観点からも、現行の社債発行限度規制については、これを基本的には撤廃することが望まれる。

なお、これに関連し、社債の受託制度の在り方についても、

法制審議会において検討が進められているところであるが、中間報告書第4章第6節第4款において指摘されているように、このような社債の受託制度の検討と併せて、証券化関連商品の受託の仕組みに関し、例えば米国のようなトラスティ制度を導入することについても、検討を行う必要がある。

3. 「幅広い有価証券」については、出資法第1条又は第2条の規定により、発行上の制約があるものがありうると考えられるが、金融の証券化の進展及び企業の資金調達手段の多様化の必要性に照らし、同法の立法趣旨を踏まえつつ、検討を行う必要がある。

4. 資産金融型証券について、資産をプールする機関の法的性格の差異（信託か、社債か、株式か等）により税法上の取扱いが異なるという問題が既に中間報告書第4章第7節第4款において指摘されているが、「幅広い有価証券」を発行者及び投資家のニーズに応じて開発していこうとする場合に、このように税法上の取扱いが大きな影響を有する場合が多い。したがって、金融の証券化との関係において、税法上の諸問題についても検討を行っていく必要があると考えられる。