
証券取引審議会

基本問題研究会第2部会報告

—国際的な資本市場の構築をめざして—

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、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ました。それ以降、これまでに18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、当部会の報告をとりまとめましたので、ここに提出いたします。

なお、この報告において指摘された事項のうち、実施可能なものについては、早急に改善策を講ずるとともに、証券取引に係る基本的な制度の見直しについては、今後引き続き幅広い観点から、基本問題研究会等において検討が行わ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2部会名簿

部会長	日本化薬会長	坂野常和
委員	立花証券会長	石井久
	東京電力副社長	岩佐瑞夫
	東京大学助教授	神田秀樹
	日本生命常務	小林幹司
	山一証券副社長	小松正男
	日本証券業協会常務理事	関要
	日本経済新聞社論説委員	竹居照芳
	東京大学名誉教授	館龍一郎
	資本市場振興財団理事長	谷村裕
	日本興業銀行常務	西村正雄
	日本銀行理事	深井道雄
	日立製作所常勤監査役	宮内康夫
	富士銀行常務	山本恵朗
	大阪大学教授	蠟山昌一
特別委員	東京大学教授	江頭憲治郎
	神戸大学教授	神崎克郎
	経済評論家	五代利矢子
	東京証券取引所専務理事	佐藤光夫
	名古屋大学教授	千田純一
	読売新聞社論説委員	高田通夫

(注) 第2部会の審議には、出席を希望した第1部会の委員も参加している。

第1章 我が国資本市場の発展

1. 我が国資本市場の発展の背景

我が国資本市場は、我が国経済の発展の下で、金融の自由化、国際化、機械化の進展により著しく発展し、今や、国民経済的に大きな役割を果たすとともに、国際的にもニューヨーク、ロンドンと並ぶ世界を代表する市場になっている。

(1) 我が国経済の発展

我が国経済は、戦争直後の荒廃から驚異的な立ち直りをみせ、総じて順調な発展を遂げてきた。この間、二度にわたる石油危機を契機に、我が国経済が高度成長から安定成長に移行したことに伴い、それまで大幅であった企業部門の資金不足は縮小した。近年、企業は、内部留保の蓄積を背景に、従来以上に効率的な資金の調達・運用をめざすようになってきている。資本金10億円以上の企業の資本市場からの資金調達は、かつては企業の所要額の4分の1程度に過ぎなかったが、最近では5割を上回る水準に達している。

高い貯蓄率の下で、家計による金融資産の蓄積も進み、その資産選択の幅も増大した。個人金融資産に占める有価証券の比率は、約2割強に上昇し、個人株主数（延べ数）も2,100万人を数えるなど、個人投資家層も拡がりをみせている。

公共部門においては、安定成長への移行に伴う税収の大幅な落ち込みを補うため、赤字国債を含む多額の国債が発行されることとなったが、これが結果的に我が国資本市場の拡大に貢献することとなった。

(2) 金融の自由化、国際化、機械化の進展

① 金融の自由化

国債発行残高の累増に伴う国債の流動化以降、国債の流通市場は急速に拡大することとなり、この結果長期国債の発行条件は市場における利回りを基準として頻繁に改定されるようになった。政府保証債、地方債、事業債等国債以外の一般債においても、同様に発行条件の弾力化が進み、金利の自由化は長期金利体系全体に波及することとなった。なお、このことは、譲渡性定期預金証書をはじめとする自由金利商品導入にも大きな影響を与えることとなった。

② 金融の国際化

我が国経済の経常収支黒字体質の定着に伴い、対外取引の自由化も進められた。特に、昭和55年の外国為替管理法全面改正は、法制上、すべての対外取引の原則自由を基本とするものであり、この見直しを機に対外取引規制の自由化・手続面の簡素化が進んだ結果、我が国市場の国際化が大きく進展した。この結果、内外の資本交流が活発化し、平成元年でみれば、我が国

資本の海外証券投資額は、グロスで3兆4,500億ドル、外国資本の対内証券投資額は同じく9,500億ドルとなっている。また、このことは、金融の自由化への大きなインパクトになったものと考えられる。

昭和59年に発表された「日米円・ドル委員会報告書」においては、円の国際化や我が国金融・資本市場の在り方に関して、金利の自由化、外国金融機関の参入、ユーロ円市場の規制緩和等についてその基本的方針、今後の進め方が明らかにされ、我が国市場の国際化等に一層の拍車がかかった。

このような我が国市場の国際化に並行して、資本市場の担い手の国際的な相互進出も行われてきている。

昭和46年には外国証券業者に関する法律が制定され、外国業者の我が国への進出が認められたが、昭和60年以降、東京市場の拡大に伴い、海外業者の進出が相次ぎ、昭和60年初めに10社であった外国証券会社は、平成2年5月末現在では53社になっている。またこの間、昭和61、63年及び平成2年の3回にわたって東証会員権の開放が行われ、外国業者に対しても会員権が付与されている。現在、我が国に進出している外国の証券会社（53社）のうち、25社は東証の会員（全124社。加入承認を含む。）である。

一方、我が国の証券会社34社が合計134社の海外現地法人を保有しているほか、銀行29行も合計142社の海外証券現地法人を保有している（平成2年3月末）。

③ 金融の機械化

このような金融の自由化、国際化をインフラストラクチャーの面で支えているのが金融の機械化である。

コンピューターを利用した高度の事務処理システムは、スワップ、先物、オプションといった最先端の金融技術を駆使した新商品の開発を可能にしている。例えば、為替スワップにおいては、内外市場における各種通貨による資金調達コストを短時間に比較し、またスワップによって生じるポジションを適切に管理する必要があり、このためには、コンピューターの利用が不可欠となっている。

また、情報通信手段の発達によって、海外市場との交信を瞬時に低コストで行うことが可能となり、さらに、スクリーンを通じて情報を提供するサービスが普及した結果、内外の市場情報、金融情報をリアルタイムで世界の市場において利用することが可能となっている。

2. 我が国資本市場の整備

上記のような我が国経済の発展及び金融の自由化、国際化、機械化の進展という要因に加えて、銀行・証券分離制度の下で、我が国資本市場を金融市場と並ぶものに育てていこうとする関係者の努力により、投資家の信頼確保のほか、資本市場を利用できる企業の拡大、新商品の開発など各般の面において、市場の整備・改善が図られてきたこと

も、我が国資本市場の発展に寄与したものと評価することができる。

(1) 発行市場の整備

株式については、従来もっぱら額面による株主割当増資が行われていたが、昭和44年に初めて行われて以来、公募時価発行増資が徐々に定着した。この結果、現在は、中間発行を中心とする株主割当増資が一部行われているほか、増資のほとんどが公募時価発行により行われるようになった。

社債については、昭和48年に初めて無担保社債が発行され、その後、漸次適債基準の緩和が行われる等社債発行企業の拡大が進められている。昭和41年には時価転換社債の国内公募発行が開始され、現在その発行額は飛躍的に増大している。また、昭和56年の商法改正により、新株引受権付社債（ワラント債）の発行が可能となった。私募債市場についても、昭和62年以降大型私募債の発行が可能となった。

なお、昭和63年には発行登録制度が導入されている。

(2) 流通市場の整備

株式の流通市場としては、従来から取引所市場が発達しているのに加え、近年における中堅企業の資本市場からの資金調達ニーズの高まりを反映して、店頭市場の整備・改善も行われ、内外企業の株式の公開が進んでいる。

また、公社債の流通市場も急速に拡大している。流通市場の整備に関しては、市場の透明性・公正性を確保し、投資家保護を図るため、内部者取引の規制、株式公開制度、株券等の大量保有の状況に関する開示制度等について整備・改善が行われた。

(3) 先物・オプション市場の整備

証券先物・オプション市場の整備も進んでいる。昭和60年10月東証における国債先物取引の導入を嚆矢として、昭和62年6月には大証で株式先物取引が始められた。昭和63年5月の証券取引法の改正以降は、東証及び大証において、本格的な株価指数先物取引が始められ、また、東証、大証及び名証において、株価指数オプション取引も行われるようになった。その後、米国Tボンド先物取引及び債券先物オプション取引も相次いで開始され、証券先物・オプション取引については、一通りの商品が揃うこととなった。現在、国債先物取引、株価指数先物取引の規模は、それぞれ米国のTボンド先物取引、S & P 500先物取引に並ぶ規模に拡大している。また、平成元年には、金融先物市場が創設されている。

第2章 我が国資本市場の在り方についての検討の必要性

金融の自由化、国際化の進展や個人・企業の金融資産の蓄積、資本市場の大衆化という現象は、我が国のみならず世界各国の市場において共通して起こっている。また、金融の自由化や国際化が進んだ結果、内外の発行企業、投資家は各国の市場を比較してその時々状況に応じて最も有利な市場を選択することが可能になっている。このような状況の下で、次のような新たな課題が生じてきており、我が国資本市場が今後真に国際的な市場として発展していくためには、これにどう対応していくべきかという観点から、我が国資本市場の在り方について、検討を行うことが必要となってきた。

1. 我が国資本市場の空洞化の回避

- (1) 我が国企業の資金調達状況を見ると、資本市場からの調達額の半分を海外市場に依存しており、この結果我が国企業は、ユーロ市場を含む各国資本市場における非居住者の資金調達総額の4割近く（1989年）を占める最大の借り手となっている。しかも、このような我が国企業が海外で発行する証券のかなりの部分は、我が国に還流し、結局我が国の投資家によって取得されている実情にある。他方、我が国資本市場における非居住者の資金調達状況を見ると、我が国が世界最大の資本輸出国となっているにもかかわらず、近年の非居住者ユーロ円債市場の急拡大ほどには進展していない。

(2) このような状況については、我が国資本市場が海外から隔離されていた時代には問題とならなかった制限的な規制や市場慣行による制約が顕在化し、企業や投資家による資本市場の利用が、より制約の少ない海外市場にシフトしている面もあると指摘されている。こうした点については、これまでも種々の改善のための努力が行われてきているが、国内市場の空洞化を回避するためには、我が国資本市場の有用性をいかにして回復すべきかという観点から、さらに、これらの諸規制・諸慣行について見直しを行っていく必要があると考えられる。

2. 証券化への対応

(1) 海外市場では、金融の証券化が進展し、これに伴う証券化関連商品の開発が行われ、また、スワップや先物・オプションを活用した複合的な新商品が登場している。我が国の場合、これらの商品については、一般的な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、その商品性を制約することにより一般投資家に販売されることを回避し、投資家保護の措置に代えているのが現状である。また、その取扱者をめぐっていわゆる業際的な対立も存在する。このようなことから、これら新商品の市場の健全な発展が阻害されている。

(2) 内外市場の一体化に伴い、ある国の商品が他国市場に持ち込まれる事例が多くなってきており、資本市場において取り扱われる商品について、ディスクロージャー、取引の公正確保等を含めた証券規制の国際的な調和が求められている。

(3) したがって、我が国市場における投資家の選択の幅を拡げ、資本市場の一層の発展を図るためには、一般的な投資家保護の枠組みの下で、新商品の開発や海外商品の持込みが自由に行われるようにするための包括的な証券規制を定めることが早急に求められている。

3. 投資家保護の徹底と市場の透明性・公正性の確保

(1) 近年、我が国における個人金融資産に占める有価証券の比率が高まり、個人株主数も増大するなど、個人投資家層の拡がりが見られ、資本市場の大衆化が進んでいる。一方、価格変動幅が往々にして大きく、また、複雑な仕組みを有する商品も出現している。このような状況の下では、自己責任原則を前提としつつ、市場の透明性・公正性を確保する等、一層の投資家保護を図っていくことがますます重要になってきているが、このことは、同時に、個人投資家の参加を促し、市場の厚みを確保することにも資することとなる。

(2) また、資本市場の大衆化、国際化に対応し、資本市場

に対する投資家の信頼を高めるためにも、内部者取引規制等市場の透明性・公正性を確保する必要性が高まってきている。さらに、このような証券規制面での措置とは別に、発行体や市場仲介者においても、個人投資家が信頼して参加できるよう市場の健全性・安定性の確保のために適切な配慮を払うことが求められている。

4. 市場仲介者に関する規制の在り方

- (1) 1987年10月の米国の株価急落が、24時間の内に世界各国の市場に波及したブラックマンデーの例に見られるように、資本市場のグローバル化が進み、一国の市場における変動が他国に容易に波及するようになった状況の下では、各国が自国の市場の安定性を高めるための努力を行うことが重要となっている。そのためには、各国が市場の過度の変動に適切に対応するよう市場管理を行うことが重要であるが、仲介者の破綻による市場の混乱を防止することも必要である。こうしたことの一環として、我が国においては、証券会社の新たな自己資本規制の導入等を行ってきているが、今後とも、市場仲介者の財務の健全性が確保されるよう努めていくことが必要である。

- (2) 我が国資本市場の発展に伴い、我が国への外国証券会社の進出意欲が強まっており、他方、我が国証券会社の海外進出事例も増加している。このような内外証券会社の相互進出を背景に、我が国資本市場への参入資格、参

入後市場仲介者に要求される規制内容の明確化が求められている。

また、各国に支店・現地法人をもって業務を行っている証券会社について、各国の監督当局が一方で規制・監督の重複を避け、他方で規制・監督の空白を防止するため、いかにその調和を図っていくかが大きな課題となっている。このような問題について、国際的な協調の下に新たな規制・監督の枠組みづくりが必要となってくる。

- (3) 金融の証券化の進展、複合的な金融サービスの登場などに示されるように、銀行業務と証券業務が相互に関連する分野が増加している。また、海外においても銀行等と証券会社の業務分野の規制に関し様々な動きがみられる。このような状況の下で、我が国資本市場が健全かつ安定的に発展していくためには、業務規制の在り方についても、検討を加える必要性が生じてきていると考えられる。

第3章 海外における動向

海外の市場においても、金融の自由化、国際化や証券化が進展しており、我が国資本市場が直面しているのと同様の問題を抱えている。海外の監督当局を含めた市場関係者がこのような問題にどのように対応しているか、その様々な試みを整理すると以下のようなになる。

1. 自国市場の競争力の強化

金融の自由化、国際化が進展し、企業・投資家が自由に市場を選択できるようになったことに対応して、各国は、主として自国市場の空洞化を回避するため、証券取引所の改革、商品の品揃えの充実を始め、競って自国市場の整備を積極的に進めている。

(1) 欧州各国

- ① 英国においては、1979年の外国為替管理制の撤廃後、英国株式の取引が海外で行われる傾向が顕著になり、英国市場の空洞化が懸念されることとなった。このため、既存のジョバー、ブローカーの単一資格制度を廃止し、外部資本による取引所会員への100%資本参加を認めることにより、証券業者の資本力の強化を図るとともに、証券売買の最低委託手数料の廃止を行うこと等を内容とするビッグバンが1986年10月に実施された。

② フランスにおいては、同国企業の株式等の取引が、ビッグバンを契機に外国株の取引が拡大したロンドン市場に流出するのではないかとの懸念に対処するため、また、1992年末のEC統合の動きをもにらんで、1988年1月に、公認仲買人を法人組織とし、銀行を含む外部からの資本参加を段階的に認めること等を内容とする証券取引所の改革を行っている。

③ 西独においても、マルク建外債引受幹事の外国金融機関への開放、その弾力的発行のほか、変動利付債、ゼロ・クーポン債、スワップ債など新型商品の発行が認められるようになった。

④ さらに、英国、フランス等は、近年、相次いで自国通貨建CD、CPを導入しており、また、先物・オプション取引所を創設している。

(2) 米国

米国においては、発行企業の要請に対応して、1983年11月より一括登録制度が実施され、株式・社債発行企業のうち一定の条件を満たす企業は、登録後2年以内であれば追加的な届出をすることなく、いつでも発行することが可能となった。また、海外からの資本流入を促進するため、1984年非居住者に支払われる利子に対する源泉課税が撤廃され、その後欧州各国においても相次いで同

様の措置が採られることとなった。

また、SECは、本年4月、私募発行に関するSEC規則の改正を行うことを決定した。この改正は、証券の発行時に同種の証券が米国資本市場等に上場されていない場合には、保有資産の大きい一部の機関投資家に対する私募証券の転売を自由にするとともに、転売期間制限の緩和を行うなどを内容とするものである。これによって、SECへの詳細なディスクロージャーを敬遠して米国での発行を行っていない外国企業等の米国での私募発行が増加するのではないかと予想されている。

これらの措置はいずれも、ユーロ市場との比較における米国市場の競争力の回復を目指すという面もあると考えられる。

2. 証券化への対応

- (1) 海外においては、企業金融の流れが、従来の借入金を中心とする相対（あいたい）取引から、CPを含め、証券形態による市場からの資金調達に移行してきている。近年、これに加えて証券化の現象として注目すべき点は、資産を裏付けとして証券を発行し、これを流動化する、いわゆる資産金融の証券化の大きな流れが生じていることである。例えば、銀行、リース会社、事業会社等の企業が貸付債権等の多数の債権を信託等にプールし、そこから生ずるキャッシュ・フローを裏付けとした証券を発行し、市場において不特定多数の投資家から資金調達を

行うという新しい仕組みが発達してきている。

(2) 米国においては、証券関連諸法令において「証券」が包括的に定義されているため、このような証券化の進展によって投資家保護のための法的枠組みを変更する必要は生じていない。しかしながら、証券化の進展等に対応し、連邦準備制度理事会は、競争促進、利便性向上及び国内的・国際的競争力の確保という観点から、厳格なファイアー・ウォールの設置等を条件として、銀行持株会社の子会社を通じた証券業務への参入を認めるなど、グラス・スティーガル法上の問題が検討されることとなった。

(3) 英国においては、1986年11月金融サービス法が導入され、株式・債券だけでなく、ワラント、先物・オプション、投資信託や貯蓄性のある保険契約等を規制の対象に含めることにより、仲介業者の開業規制・行為規制を中心とする包括的な投資家保護のためのルールが制定された。

3. 市場の透明性・公正性の確保

(1) 英国及びフランスにおいては、1980年代に国営企業の民営化が進み、小口の個人株主が増加した。英国においては、1985年公司証券（内部者取引）法に基づき、内部者取引が規制されることとなり、更にその後金融サービ

ス法により規制が強化され、フランスにおいても、内部者取引規制が累次にわたって強化されているが、こうしたことの背景には、このような個人株主数の増加に対応して市場の透明性・公正性を確保するというねらいがあったと考えられる。また、スイスにおいても、内部者取引が法律によって規制されることとなった。1989年7月のパリにおける先進国首脳会議においては、内部者取引は資本市場の信頼性を損なうものであるため、これを規制するために国際協力が追求されるべきであるとの合意が行われている。

- (2) 欧州諸国においては、E C 域内市場の統合を控えてM & A 活動が増加している。このような状況の下で、市場の透明性・公正性を高め、投資家保護の徹底を図るという観点から、近年欧州各国において、株式の大量保有に関する情報を開示する制度が相次いで導入されている。

また、E C 委員会は1988年12月、域内におけるディスクロージャー制度の統一を図るため、共通目論見書に関する指令を採択している。

- (3) また、内部者取引に関する規制のような、刑事罰によって担保された法令による措置だけではなく、市場仲介者に対して遵守すべき行為規範を整備し、これを徹底させることにより、市場の公正性を確保しようとする動きがみられる。現在、証券監督者国際機構（IOSC

0) の場においては、資本市場の国際化を背景にして、行為規範の国際的な調和を図るための議論が行われている。

4. 市場仲介者に関する規制の在り方

(1) 証券会社のリスク管理については、近年の資本市場の拡大や先物・オプション取引等の新商品の増加に伴い、適切なリスク管理の必要性が高まっている。また、証券会社の相互進出が活発になっていることから、一国で発生した特定の会社の経営危機が他国の関連会社に波及することを防止することが重要となっている。このため、証券会社の自己資本規制を各国が確立するとともに、その国際的な調和を図ることの必要性が認識され、IOSCOの場において規制の国際的調和のための検討が行われている。

(2) 英国においては、金融サービス法の導入により、監督当局が十分な行為規制と財務規制を持つと認めた自主規制団体に加入するか、又は監督当局の直接認可を得ない限り、同法上の投資業務を行うことはできないとされた。従前の開業規制が免許制度であったにもかかわらず、各種の免除規定によって業者規制がかなり緩いものとなっていたことに比し、市場仲介者に関する投資家保護のための規定が整備された。

(3) 英国においては、既述のように市場仲介者の資本力を充実させ、自国市場の競争力を強化するという観点から、銀行による証券業務への参入が進められた。フランス、カナダにおいても同様の観点から改革が行われた。

ECにおいては、このような動きをも背景にして、EC第2次銀行指令において、ユニバーサルバンク制度を基本に域内の金融・資本市場の統合を図ろうとしている。

(4) 米国においては、金融の証券化の進展と銀行の競争力強化の必要性等に対応して、連邦準備制度理事会が、グラス・スティーガル法の銀行・証券分離制度の下で、銀行持株会社の子会社を通じて限定的に証券業務を行うことを認めるとともに、銀行経営の健全性の確保や利益相反の回避等の観点から、28項目のファイアー・ウォールの設置により、資金、情報、役職員等の遮断を義務づけている。一方、連邦準備制度理事会のこのような動きに対して、議会においては、グラス・スティーガル法改正によって対応すべきであるとの観点から、上院で1988年金融近代化法案が通過するなどの動きがあり、これに関連して、銀行界、証券界もそれぞれの立場を表明するなど、グラス・スティーガル法をめぐる様々な議論が行われている。

以上のように、各国においては、それぞれの事情を背景に自国の抱える問題点に対応するためにその資本市場の改

革を行っている。また、各国は、投資家の保護、健全な資本市場の発展をめざして、証券監督当局間の国際会議等の場において規制の調和を含め、国際的な協調の努力を行っている。改革の評価については、必ずしも定まっていない国もあるが、各国が市場環境の変化に対応して行っている様々な試みは、我が国における検討の際にも参考とすべき点も少なくない。

第4章 今後の我が国資本市場の望ましい姿

1. 我が国資本市場の健全な発展のために充たすべき基準

以上述べてきたような環境変化の中で、我が国資本市場が今後とも国民経済的に大きな役割を果たすとともに、国際的にも通用する市場として発展していくためには、次のような3つの基準が充たされていることが必要である。

(1) 効率性の基準

近年、投資家及び資金調達者のニーズは多様化かつ高度化しており、自己責任原則を前提とした包括的・統一的な投資家保護の枠組みの下で、各種の商品が市場の自由な創意工夫によって開発・提供されることが求められている。

また、市場仲介者相互の競争を含め、市場内部において適正かつ十分な競争が行われることが必要であり、さらには、資本市場の内外一体化が進み、利用者がいずれの市場も自由に選択できるという状況の下では、海外市場との間の競争に耐えうるものでなければならない。さらに、資本市場と関連する他の市場が各々競争しつつ併存し、健全に機能することも、利用者のニーズに適った幅広い選択を可能にするという意味において重要である。

投資家及び資金調達者の利便性のためには、そのニーズに応じて多様な商品の選択が可能であり、かつ、低廉なコストで提供されなければならない。機関投資家向け

に開発された、往々にして高度な商品の品揃えだけでなく、個人投資家が小口の資金で投資可能な商品の選択の幅が広がるよう、そのニーズにも配慮した商品が存在し、個人投資家の参加による市場の厚みが確保されていることが望ましい。資金調達者にとっては、金融情勢、特に株価又は金利の動向に応じて迅速かつ機動的に市場から資金を調達できるかどうかという点も重要な要素である。

このように、我が国資本市場の発展のためには、多数の市場参加者による需給の競合を通じ、自由な競争により資金が配分されるという意味での「効率性」が市場において十分満たされる必要がある。

(2) 国際性の基準

我が国は、その経済的地位の向上に伴い、世界経済の発展に積極的に貢献することが求められており、世界の金融・資本センターとしての役割を十分果たすよう、我が国資本市場が、海外の利用者及び外国業者にとって、開かれた利用しやすい市場であることが必要となってきた。

また、国内の利用者のみならず、外国の投資家及び資金調達者が市場に参加することは、投資判断が多様化し、我が国市場の厚みと安定性を増すことにもなる。さらに、適格性のある外国業者の参入は、市場の発展に必要な商品開発や取引手法に係るノウハウ等をもたらすという意味で、評価されるべきである。

投資家及び資金調達者のニーズを満たすような商品が我が国市場で存在しない場合には、非居住者が我が国市場を利用することは期待できないし、また、我が国の投資家及び資金調達者もそのような商品が利用可能な海外市場に取引を移すこととなることから、内外からの市場参加者のニーズを的確に反映した、商品性と商品の品揃えが必要である。

我が国市場には、諸外国に例のない諸規制・諸慣行が存在するが、内外市場の一体化が進み、我が国市場の国際化が求められている今日、それを国際的に透明、かつ、合理的なものにするよう、見直しが行われることも重要である。

このように、我が国資本市場が、海外の利用者及び外国業者にとって開かれた利用しやすい市場であるとともに、海外市場に比して有用性が劣らない市場であるという「国際性」の要素も極めて重要である。

(3) 健全性又は安定性の基準

資本市場の大衆化・国際化が進んでいく中で、市場に対する投資家の信頼を高め、市場の健全な発展を図っていくためには、取引の公正性、市場の透明性が確保されていることが基礎的な条件である。

とりわけ、証券形態による資金の調達・運用にあっては、そのリスクの最終負担者は投資家であって、資金仲介者ではないことから、常に投資家保護の確保が十分図

られていることが必要である。特に、一般投資家が多数参加し、大衆化している我が国資本市場において、不公正取引が発生し、その結果、広範な投資家が不測の損害を被り、一般投資家の市場に対する信頼が損なわれることとなれば、その影響は大きいと言わねばならない。この意味で、不公正取引の防止による投資家保護が、制度上図られることが不可欠である。

さらに、我が国資本市場において、内外の個人を含めた幅広い投資家及び資金調達者の参加により、その機能が十分に発揮されるためには、市場の仲介者の財務・業務が健全であり、また、そのことが市場参加者から信頼されていることが必要である。このためには、証券会社の財務・業務の健全性等に配慮しつつ、市場の急激な変動や混乱を極力回避し、市場機能の安定性が損なわれないようにすることが必要である。

このように、我が国資本市場において、取引の公正性、市場の透明性が確保され、投資家保護が十分図られているという意味での「健全性」と、投資家や企業がそのニーズに応じて円滑に資金の運用・調達が行えるという意味での市場機能の「安定性」が維持されていることが不可欠である。

2. 我が国資本市場について指摘されている問題点

資本市場が充たすべき以上の3つの基準に照らしてみると、我が国資本市場の現状については、当部会の参考人等

からも指摘されている次のような問題点があるものと考えられる。

(1) 効率性

現在の我が国における適債基準によって、中堅企業は公募債による資金調達の様が制約されている。また、受託会社が、すべての社債の発行の可否等に深く関与していることは、その役割と責任を曖昧なものとしている。このような受託会社による発行時の関与やいわゆる銀行と証券会社の業際問題とのからみもあり、中・短期債、変動利付債の発行が見られない等社債の発行形態が制約され、自由な商品開発を通じた競争が妨げられているという問題がある。また、転換社債、ワラント債を含む社債の発行条件についても、銘柄間格差や市場実勢を十分反映するような状況になっていない。

さらに、社債の発行に係る諸手数料、特に受託手数料が、国際的に見て高く、日本市場の有用性を阻害している。

また、受託や引受について、一部大手業者への集中度が高いこと等の指摘があった。

(2) 国際性

我が国で発行することができる社債の形態は、外国に比べ様々の制約があり、また、海外で既に開発されている証券化関連商品についても、国内での開発・発行や流

通が制約されているなど、顧客のニーズに合った新しい金融商品の提供が行われていない。

また、適債基準、社債発行限度規制、受託制度等我が国市場独自の諸規制・諸慣行の存在により、発行体の自由な利用が制限されている。

こうした要因もあって、本邦企業はそのような制約のない海外市場で資金調達を行うようになり、また、外国企業による我が国市場の利用が妨げられているという指摘があった。

(3) 健全性又は安定性

我が国株式市場における価格形成の透明性については、これまで内部者取引規制、株式公開制度、株式買集めへの対応策等種々改善策が講じられてきているが、なお引き続きその透明性を高めていくための努力が必要である。個人株主を含む多数の投資家の参加を促し、市場の厚みを増し、その健全かつ安定的な発展を図るためには、現先両市場の一体的管理、含み益のディスクロージャーの強化、店頭市場における価格公示機能の拡充等各般の措置が必要とされている。

さらに、新たな証券化関連商品については、十分な投資家保護を確保し、健全な市場の形成を図るという観点から、ディスクロージャー、不公正取引規制等の法的枠組みを整備するとともに、格付の定着等を図るべきであるという指摘があった。

3. 改善の基本的方向

今後、我が国資本市場が国民経済的に大きな役割を果たすとともに、国際的にも通用する市場として発展していくためには、既に述べたような効率性、国際性、健全性又は安定性という3つの基準に照らし、制度及びその運用両面にわたって、総合的・体系的にその改善を行う必要がある。

具体的には、まず、既に実情に合わなくなった諸規制・諸慣行の見直し・撤廃を行い、適正かつ十分な競争が行われるための条件を整えるとともに、最近における金融環境の変化を踏まえつつ、証券化関連商品を含め証券取引全般について包括的・統一的な法的枠組みを整備し、自由な競争と商品開発を促し、全体として資本市場が健全に発展できるような市場整備を行うことが必要である。

第5章 諸規制・諸慣行の見直し・撤廃

第1節 発行市場

1. 望ましい姿

我が国資本市場の基本的な在り方としては、ディスクロージャー制度等投資家保護のための基本的な環境整備を一層進めるとともに、投資家は自己の判断と責任で投資を行うという自己責任原則の徹底を図り、有価証券の発行のタイミング、資金調達形態の選択、発行条件の決定等は、発行体と投資家の判断を基本とするマーケットメカニズムに委ねるという姿が望ましい。そのためには、我が国市場が未発達な時代に発行市場に持ち込まれ、その発展や自由な利用を妨げてきた諸規制・諸慣行について見直し・撤廃を行うことにより、マーケットメカニズムを基本とする自由で開かれた効率的な資本市場を構築していくことが必要である。

特に、社債については、当審議会の昭和61年12月報告「社債発行市場の在り方について」において、多岐にわたる提言がなされ、そのうち適債基準の緩和、普通社債のプロポーザル方式の導入、CPの発行等改善が見られたものも多くある。しかし、以下に見るようにまだなお実現されていない点も少なくなく、発行体・投資家の立場に立って早急な改善を図っていく必要がある。これによって、社債発行額が増大することとなれば、我が国市場の空洞化が回

避されるとともに、投資家にとっては、国債と並ぶ多様な投資手段を提供し、また、企業にとっては、株式発行等によるエクイティ・ファイナンスに偏ることなく安定的な資金調達を行うことを可能にすることとなる。

2. 社債等の発行時に係る制約

(1) 適債基準

国内で公募社債を発行できる企業は、適債基準を満たすものに限定されており、この結果、次のような弊害が生じている。

- ① 適債基準を充たさない中堅企業に対して公募債による資金調達の途を制約しており、特に、無担保社債の適債基準が厳しいことは、サービス産業等物的担保には乏しいものの、収益力や成長力の高い企業の資金調達を制約するなどの結果を生じており、効率的な資金配分が妨げられている。
- ② 無担保社債は、担保付社債に比べ、手続面、費用面のほか機動性の面でも利便性が高いにもかかわらず、国内における適債基準が厳しいことから、発行体はその資金調達を無担保が原則となっている海外市場へシフトする傾向にあり、それが国内市場の低迷を招く一因となっている。
- ③ 適債基準は、欧米諸国の市場では類を見ない制度であるため、我が国で社債発行を行おうとする外国の企業等にとっては、分かりにくいものとなってい

る。

したがって、適債基準はできる限り速やかに撤廃する方向で見直すべきであり、具体的には、格付を取得すれば発行を可能とし、担保付とするか否かは発行体の判断に委ねる仕組みに移行することが望ましい。そのためには、当面、適債基準の内容を、数値による基準から格付による基準に移行した上で、その基準も順次緩和していく必要がある。

なお、無担保社債の財務制限条項については、配当制限条項や利益維持条項などにより企業の自由な財務活動が必要以上に制約されているとの指摘がある反面、社債権者と他の債権者との平等の確保が不十分であるとの意見もあるので、社債権者保護とのバランスを図りつつ、今後、引き続き改善に向けて努力する必要がある。

また、CPについては、昭和62年11月我が国市場に導入され、平成2年10月には適格基準がCP格付に一本化されることが予定されるなど順次改善が図られてきたところである。リース会社、信販会社等いわゆるノンバンク等のCP発行についても、できる限り早期に所要の検討を進めることが期待される。

(注) 適債基準の沿革については、戦後、銀行が社債発行額の大半を消化していた時代に、銀行が不足資金を日銀から借り入れる場合、日銀が適格と認めた社債を担保にすることで有利な借入が受けられたことから、社債が発行できる企業はおのずから日銀が担

保適格と認めたものに限定されていた（日銀適格担保社債事前審査制度）ことに遡ることができる。この制度は昭和30年に廃止されたが、会社の資本金、純資産等を基準に、事実上受託銀行によって会社のランク付けが行われ、これに従って、発行額、発行回数などの起債調整が行われていた。その後、このような起債調整は廃止されたが、現在の適債基準は、このように戦後の資金需給がタイトであった時代の起債適格会社の選別が事実上存続してきたものであると言える。

また、適債基準の内容は、昭和40年代以降漸次緩和されてきているが、無担保社債については、昭和初期以来一般的となった有担保原則の考え方を反映して、担保付社債に比較して格付基準、数値基準とも格段と厳しいものになっている。

(2) 社債発行限度規制

商法及び社債発行限度暫定措置法（以下「暫定措置法」という。）による社債発行限度規制については、効率性及び国際性の観点から、次のような問題がある。

- ① 社債の償還能力を会社の財産的価値のみを基礎として判断しているため、収益力はあるが資産が少ない企業などの円滑な資金調達への妨げになっている。
- ② 社債の発行限度を定めている国は、欧米主要国には例がなく、国際的に見ても、企業の資金調達方法

の自由度に対する過度の制約となっている。

- ③ 現行法の規定は、債権者ことに社債権者保護の観点から導入されたものであるが、企業による借入・債務保証にはこのような限度規制がないことから、社債権者保護のための措置としての実効性には疑問がある。

また、暫定措置法においては、発行限度規制の緩和対象となる社債の種類が担保付社債、転換社債及び外債に限定されているため、企業の資金調達の実選択肢を限定する結果となっている。具体的には、無担保普通社債やワラント債は、外債として発行した場合のみ、暫定措置法の発行限度規制の緩和対象となることもあって、その多くが海外市場で発行されているが、これらの債券は、発行直後に大部分が国内に還流し、国内投資家によって取得されているのが現状である。

社債発行限度規制が目的とする社債権者保護は、ディスクロージャー制度や格付等の整備によってこれを図ることが適当であり、当面、商法において社債権者保護の全体的な枠組みを見直すまでの緊急措置として、現在国会に提出されている商法等の一部を改正する法律案の早期成立が期待されるが、将来的には、社債発行限度規制そのものをできる限り早期に撤廃すべきである。

3. 受託制度

現在我が国における受託会社は、昭和61年12月の当審議

会報告において述べられているとおり、法律上設置を義務付けられていない無担保社債についても例外なく設置され、起債に際しては、担保の有無を問わず、適債基準等の策定のほか、償還期間等の決定や財務制限条項の設定等に関与するなど、起債の仕組みや実際の起債に深く関わっている。このような状況は、効率性及び国際性の観点から次のような問題を生じている。

- ① 受託会社が発行の可否等に関与している現状は、引受証券会社との間の役割と責任の分担を曖昧なものとし、起債に当たって各種の制約を生じさせている。このことが、貸付市場と資本市場との適正な競争を図り、自由な商品開発を促すという観点からは、阻害要因となっているとの指摘がある。
- ② 受託手数料が欧米に比べて高く、結果として国内での社債発行コストを高め、海外での起債を促す一つの要因となっている。
- ③ 受託手数料が高いことの要因の一つとして、かつて受託会社が担保付社債のデフォルトの場合に、社債の買取りを行っていたという慣行との関連を指摘する意見もある。こうした慣行は、預金者保護の立場との利益相反を招くことがあり、問題がないとはいえず、さらには、投資家の自己責任原則の徹底を妨げている面もある。
- ④ 発行時の関与等まで行う受託会社の制度は、我が国独自のものであり、我が国で起債を行おうとする海外

の発行体にとって発行の仕組みを分かりにくいものになっている。

したがって、受託会社の機能については、米国におけるトラスティー制度等も参考とし、社債発行後に、社債権者の代わりに社債権や担保の管理を行うことに限定するといった方向で検討を進めることが望ましい。

また、受託会社についても、競争を促進するという観点から、その資格要件の緩和等新規参入を促進する方策について検討することが望ましい。その場合、他業務との利益相反を防止するための措置が必要になるものと考えられる。

4. 商品の多様性

(1) 海外市場の動向

欧米諸国の市場においては、社債その他の証券形態による資金調達手段が多様化しており、償還期間という点では、中・短期商品から永久債まで発行されているほか、変動利付債、ゼロ・クーポン債、様々な通貨建の債券、デュアル・カレンシー債、各種リンク債、優先株等種々の商品が提供されている。また、特に米国市場においては、資産担保金融の証券化が一般化している一方、小口の投資商品として、主に短期金融商品を運用対象とする投資信託（MMF）といったものなどが存在する。

(2) 我が国市場の現状

海外市場に比べ、我が国市場においては、社債の発行

形態等がかなり制約されている。

① 社債の償還期間

現在我が国においては、事実上、居住者による中・短期債の発行が行われておらず、また、15年超の長期の債券発行も国債を除いて行われていない。

一般貸付債権等の流動化が平成2年3月より実施されたが、譲渡される債権の残存期間について制限がないことを考慮すると、関連する市場間の適正な競争という観点からも、社債についてのみ償還期間の制約があることには疑問があるとの指摘がある。

② 変動利付債、ゼロ・クーポン債等

変動利付債は、金利変動リスクを回避するうえで発行体のニーズも強いが、国内市場においては、長期プライムレート連動の変動金利貸付との競合や資金調達面での預金・CDなどとの競合を理由に発行が行われていない。そのほか、ゼロ・クーポン債、居住者による外貨建債券、デュアル・カレンシー債、各種リンク債等の発行も行われていない。

また、我が国においては、証券会社に対して証券取引に伴って必要となる一定の外為業務が認められているが、現状では、証券会社による外貨債権のスワップや為替先物・オプション等を駆使したサービスの提供が困難であるという問題が指摘されている。

③ 個人投資家向けの商品

中期国債ファンドについて、運用に制限があるほか、預け入れ金額が10万円以上1万円単位であり、資金受渡日が解約申込日の翌日であるなど、その商品性に制約がある。

また、CD、CP、TB等短期金融商品の取引単位が大きいこと等のため、個人投資家が直接これを購入することが困難である。

④ 優先株等

海外市場においては、普通株のほか、優先株その他の種々の株式が発行されているが、これらのうちには我が国において制度上認められていないものもあり、我が国市場においては、株式の種類（普通株、優先株等）及び発行形式（時価、中間、額面等）について、必ずしもニーズや市場の状況に応じた多様な選択が行われているとは言い難い。

特に、優先株については、現行商法上、発行の都度、その内容及び株数を定款に定める必要があること、議決権のない優先株は発行済株式総数の4分の1を超えることができないこと等により、その弾力的な発行が制約されている。

なお、これに関連して、優先株の発行手続の簡素化等を内容とする商法の一部を改正する法律案が、今国会に提出されているところである。

⑤ 証券化関連商品

証券化関連商品については、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から、最低販売単位の設定、販売対象の限定等商品性が制約されている。

また、我が国においては、社債発行限度規制等との関係から、資産金融型証券の発行が実際上困難であるとともに、社債の償還期間と同様の制約が存在している。

このほか、現在の信託の仕組みを前提とした場合、受託者となることができる者は信託銀行に限定されており、証券化への取組みを容易にするためには、より多くの者が受託者として信託の仕組みを幅広く利用できるようにすべきであるという指摘がある。また、我が国の信託受益権は指名債権であり、その譲渡には受託者への通知又は受託者の承諾が必要であるため、証券化関連商品としては十分な流通性がないという問題もある。

(3) 改善の方向

資本市場から資金調達を行う場合、発行体は、設備投資計画や運転資金等の調達目的を勘案し、資金調達時の金利状況等内外の金融環境やこれまでの資金調達形態とのバランス等を考慮してその具体的な資金調達形態を決定する。しかし、現在の我が国市場のように商品性が限

定されていると、発行体の資金調達ニーズが十分的確に満たされないことから、国内及び海外の発行体が国内市場よりも海外市場を利用することとなる。一方、投資家にとっても、その投資目的は、機関投資家による長期資金の戦略的な展開、一時的な余裕金の運用、個人投資家による小口資金の運用など様々であり、投資対象として多様な商品が存在していることが望ましい。特に、投資家の金融資産の蓄積に伴い、金利選好は近年とみに高まっており、ハイリスク・ハイリターンの商品に対する需要も増加していることから、様々なリスクとプレミアムを備えた商品を揃え、投資家の自由な選択に委ねることが基本的には望ましい。

したがって、現在我が国市場に見られる商品性の制約は、できる限り速やかに撤廃し、一般的な投資家保護の枠組みの下で自由な商品開発を促すべきである。

また、我が国においても、証券会社に外為業務の取扱いを幅広く認め、多様な商品開発を促していくことが望まれている。

5. 仲介コスト等

(1) 引受手数料

引受手数料は、その料率が発行額にかかわらず一定であることについて、発行額が大きい場合には引受手数料も多額になること、事務手数料的なものは発行額に比例させる根拠に乏しいことなどの指摘があり、平成2年1

月から公募増資並びにワラント債及び転換社債の発行について、全体的に料率が引き下げられ、発行金額の増加に対応して料率が通減する引受手数料体系が、証券各社において採られたところである。引受手数料については、今後とも、販売費用、経費、引受リスク等を勘案して、国際的に見ても適切な水準のものとするのが望ましい。

(2) 受託手数料、利払・償還手数料等

① 受託手数料

受託手数料については、昭和61年12月の当審議会報告の公表後、発行時の受託手数料について、発行体の信用度、発行額の大きさに応じて決定される手数料体系が各行においてとられているが、期中の受託手数料を含めた総体の水準は、諸外国に比し、なお高いものとなっている。

このように受託手数料が高く、その内容が不明確であることは、内外の発行体を海外市場に追いやる一因になっており、また、我が国独自の受託制度及びそのコストの合理性については、海外の発行体の理解が得られにくい現状にある。

したがって、その手数料は、受託業務に係るコストとの関係において、合理的であり、かつ、国際的に見ても適切な水準とすることが望ましい。

② 利払・償還手数料

我が国の利払・償還手数料は、利金や償還金額に比例するものとされているが、海外市場の実態を勘案して、利払件数や券面の数といった要素に応じた定め方とするなど、業務のコストに見合った水準とすることが望ましい。

③ その他

国内債について銀行に払い込まれた債券発行の代わり金が払込日翌日ではなく、払込日より3日後でないと発行体に入金しないという慣行が存在している。

円建外債、外貨建外債、時価発行増資については、払込日翌日入金となっていることを考慮すれば、国内債のこのような慣行について見直しを行うことが望ましい。

6. 発行条件の決定等

(1) 我が国の社債発行に当たっての条件決定については、昭和61年12月の当審議会報告を踏まえ、随時発行方式への移行及び普通社債についてプロポーザル方式の導入が行われ、大きな改善が見られている。

一方、転換社債の発行条件は、その基準となるクーポン・レート等が、一律に定められており、それに格付、個々の銘柄の特性等を勘案して、主幹事証券会社の裁量によって決められている。このような発行条件の決め方

は、プロポーザル方式に比して硬直的になりやすく、流通実勢の変化等に弾力的な対応が十分できないという問題がある。この点は、ワラント債についても、現状においてはほぼ同様の事情が認められる。

さらに、円建外債、外貨建外債については、従来より市場実勢や発行体の信用度等を勘案し、発行体と幹事証券会社が協議して発行条件が決定されているが、発行体の信用度の相違が十分に発行条件に反映されていないのではないかとの指摘もある。

- (2) 発行条件の決定におけるこのような硬直性は、発行体の信用度及び投資家の人気を的確に反映した起債を行うことを困難にしているものと考えられる。これに関連して、格付の定着も重要である。投資家による格付の利用が進めば、発行体の元利償還能力を反映した債券の流通利回りが形成され、市場の効率的運営に資することとなる。格付の利用を更に進めるためには、格付機関自らの努力とともに、格付が十分その機能を発揮できる自由な市場づくりを行うことが必要であろう。
- (3) また、引受について一部大手業者への集中度が高いとの前述の指摘に関連して、このような状況は、株式・社債の発行市場における慣行が競争制限的な面があることによるとの意見がある。発行条件の決定については、流通市場の実勢や発行体の信用度を勘案しつつ、引受証券

会社間の自由な競争の下で、発行体との間の個別交渉を通じて決定されることが望ましい。

- (4) 発行体や市場仲介者は、時価発行増資や転換社債・ワラント債の発行を行うに当たっては、市場の状況を十分踏まえ、その条件やタイミングを決定するなど、投資家の長期的利益に十分配慮するよう努めるべきである。
- (5) いわゆる三局指導については、国内社債市場の活性化、競争条件の均衡等の環境整備を行うとともに、利用者の利便も考慮し、また、証券取引法第65条とも関連する問題であることから、後述の銀行による証券業務参入問題の検討をも勘案しつつ、見直しを検討する必要がある。

第2節 流通市場

1. 望ましい姿

有価証券の流通市場は、自由にかつ機動的に、投資家が有価証券に投資を行い、また、売却することができる場を提供するものであり、本来は長期的な資金調達の手段である有価証券が、流通市場の存在によって短期的な運用の対象ともなり得ることから、広く国民の資金を集めることができるようになる。また、流通市場における市場実勢は、発行市場において発行条件を決定する際の参考とされる。

こうした観点からすれば、有価証券の流通市場においては、適切な投資情報の提供を前提として、厚みのある取引により適正な価格形成が行われることが必要である。特に、株式についてはその投資魅力を高めるとともに、幅広い個人投資家の参加を促していくことが重要である。さらに、流通市場における取引の仲介コストが妥当な水準であることも、このような目的を達成するためには必要であるものと考えられる。

2. 株式市場における価格形成

(1) 価格形成の透明性・公正性

① これまでの取組み

有価証券の価格が、競争原理に基づき公正・妥当に形成されることは、資本市場の機能発揮のための最も基本的な条件の一つである。すなわち、競争的かつ公

正な価格形成は、それを通じて適切な資源配分が行われるという意味で市場の効率性に、市場参加者が安心して利用できるという意味で市場の健全性に、海外からも分かりやすい市場になるという意味で市場の国際性に資するものと言えよう。

このため、株式市場における取引の公正性、透明性を確保する観点から、これまでも、当審議会の不公正取引特別部会において、内部者取引規制、株式公開制度の在り方、株式買集めへの対応策について報告書がまとめられ、それぞれ改善策が講じられてきたところである。

② 適切な株価監視等の実施

近年、資本市場の大衆化の下で個人投資家数が増加しており、取引の国際化に伴い非居住者の我が国資本市場への参入も増大している。こうした中で、市場参加者の信頼を一層確保するためには、我が国資本市場の株価形成の透明度を高めることが、ますます重要になってきている。

このため、従来から、行政当局及び証券取引所等において幅広い株価監視が行われてきているが、特に、時価発行増資や転換社債、ワラント債の発行時においては、基準となる株価は高い方が発行会社にとって有利となり、ともすれば株価形成面で問題を生じがちであるため、事前株価審査が行われてきている。また、

証券会社による大量集中売買が銘柄毎の株価形成を歪めるおそれがあることに鑑み、個別銘柄毎の売買高に占める一証券会社の割合が過度に大きくならないよう指導してきている。このような株価監視については、証券取引所等の売買審査部門を増強するほか、行政当局においても取引審査室の設立など体制の強化が行われているが、今後とも、規制当局の体制を拡充することにより、市場取引全般について適切な実施を図っていくことが望ましい。

なお、事前株価審査の運用に当たっては、発行会社による機動的な資金調達という点にも適切な配慮を払っていくことが必要である。

③ 店頭市場の機能拡充

近年の株式店頭市場における新規公開の急増及び取引規模の拡大に伴い、従来の注文の伝達方法や価格情報の提供システムでは、投資家のニーズに十分対応できなくなってきた。このため、平成3年を目途として、株式店頭市場の売買システム及び情報伝達システムを全面的に機械化するとともに、売買管理機能を充実することとしているが、このことは、株式店頭市場における価格形成の透明性、公正性の確保に資するものであると考えられる。

また、外貨建ワラントについては、本年4月、関係者間の合意によって、業者間取引は原則として日本相

互証券を通じて行うこととし、業者間の取引価格等について、リアルタイムで投資家に情報提供することを主たる内容とする流通市場の整備案がまとまり、実施に向けての準備が進められている。このことは、外貨建ワラントの国内店頭売買の増加と個人投資家の市場参加に対応して、価格形成の公正性、取引の透明性の確保の面で前進したものと言うことができる。

④ ディスクロージャーの充実

我が国の株式市場においては、企業の含み資産や買占め等の特別の情報、株価の判断基準とされることも多いが、こうした投資尺度となる情報は、可能な限り公開されることが望ましいものと考えられる。このような観点から、株券等の大量保有の状況に関する開示制度が導入され、また、今般、企業会計審議会において、市場性ある有価証券や先物・オプション取引に係る時価情報の開示が提言されたが、さらに、企業内容開示の充実について検討していくことが必要である。

⑤ 現先両市場の一体的管理

我が国においては、昭和63年9月に株価指数先物取引が導入された。同取引の導入は、機関投資家等にリスク・ヘッジ手段を提供するなど、我が国資本市場の機能強化に役立っているものであるが、他方、現物・先物市場間の相互作用が株価変動を大きくしているの

ではないかという指摘がある。

現物及び先物市場の機能を適切に発揮させるためには、現先両市場の一体的な管理の下で、両市場を一つの市場として密接かつ円滑に機能するようにする必要がある。これに関連して、本年4月以降、裁定取引等による投資家への心理的な影響を緩和するため、データの公表措置がとられたところであり、今後も必要に応じ適切な対応が行われることが望まれる。

⑥ 国際的な規制当局間の協力

株式の相互上場、証券業者の相互進出の活発化等証券市場のグローバル化が進む中で、内部者取引、相場操縦など不公正取引も国境を越えて行われる例が増加してきている。特に内部者取引の監視における国際協力については、昨年7月のアルシュ・サミットにおいても、その強化の必要性が指摘されているところである。他方、先物取引の分野ではコンピューターを利用した24時間取引も始まろうとしている。こうした中で、今後とも証券取引規制の分野における国際協力関係が一層深められることが期待される。

また、国際的な株価の急落等に対しては、先物・オプション市場も含めて、各国当局間での迅速な情報交換による適切な市場管理が望まれるところであり、このためにも各国当局間における広範な協力関係の確立を図るべきである。

(2) 個人投資家の参加による市場の厚みの確保

- ① 株式市場においては、相異なる投資判断、投資行動をとる多様な投資家が参加することにより、市場の厚みが増し、価格形成が練れたものになると言われている。

近年の諸外国の株式市場を見ると、いわゆる機関化現象が進行しており、株式市場の取引高は増加したものの、ともすれば市場参加者が同一の投資行動に走りやすいという傾向が生じてきている。我が国において、ブラック・マンデー時や今回の株価下落の際、最初に買いを入れたのは個人投資家であると言われており、多様な投資家の参加を確保し、市場の厚みを維持するためには、より多くの個人投資家の参加を促進することが今後とも極めて重要である。

- ② このため、既に述べたような投資家保護のための公正取引規制や情報開示の徹底を図る必要があるとともに、株式の取引単位や投資魅力についても、次のような観点から改善を行う必要があるものと考えられる。

(1) 取引単位

近年の株価上昇により、最低単位の株式を売買するのにも相当の金額を要するようになっている。すなわち、現在、東証第一部の単純平均株価は約1,500円となっており、これは、東証第一部の取引単位が1,000株となった昭和38年に比べると10数倍、

昭和57年に比べても約4倍の急上昇となっている。この結果、一般の投資家は株式投資に参入しにくくなってきており、また、参入した場合でも分散投資は困難となっている。

こうした状況を改善するためには、株式分割の促進や、取引単位の引下げを検討する必要があるものと考えられる。

(ロ) 株式投資魅力の改善

近年の株価上昇の結果、株式の投資金額に対する配当の比率は著しく低いものとなっている。また、発行企業側も、エクイティ・ファイナンスを単なる低コストの資金調達と見なす傾向が見られる。このような状況の下では、株式投資魅力の改善を図ることが重要になってきている。

特に、個人株主については、持株比率が低下してきていることもあって、その利益が軽視される傾向があり、個人投資家の投資行動も、往々にして短期のキャピタル・ゲインねらいに片寄りがちであると言われている。個人に健全な投資家としての役割を期待するためには、企業はその実績に応じて弾力的に配当を行う等、株主に対して適切な配慮を払うことが必要であろう。

なお、優先株をはじめとする株式発行の多様化を図ることについても、投資魅力の改善の見地から検討することが望まれる。

3. 株式委託手数料

我が国の株式委託手数料は、売買代金に応じて料率が通減する固定手数料体系となっているが、これは、証券取引法に基づき証券取引所の受託契約準則で定められているものである。このような株式委託手数料は、国際水準等を勘案して、昭和60年から3年連続して引下げが行われ、さらに本年6月にも引下げが行われている。

ところで、米国、英国、フランス等において、既に株式委託手数料は当事者間の自由な交渉に委ねられていることや、資本市場における競争を促進するという観点から、我が国においても、株式委託手数料を自由交渉制にすべきであるとの指摘がある。しかし、株式委託手数料を自由交渉制にした諸外国においては、次のような現象が生じたと言われている。

- ① 機関投資家の手数料は低下したものの、交渉力のない小口投資家の手数料は総じて上昇した。
- ② その結果、個人投資家の市場への参入が減少し、市場の機関化現象を促進させ、また、このことにより、市場における価格変動が大きくなってきている。
- ③ さらに、米国においては、証券会社が、手数料の減収を補うべく自己売買やM&A業務等に傾注しており、また、大手証券会社への集中度が高まるなど、証券会社の財務・業務の健全性、ひいては市場機能の安定性に影響が生じてきている。

以上の点に鑑みると、自由交渉制への移行により、市場

機能の安定性が損なわれるようなことは回避する必要があるが、他方、固定手数料制をとっているが故に、株式委託手数料の水準が、国際的に見て割高となるようなことも適当でない。

したがって、株式委託手数料については、個人投資家の市場への参加を確保するという観点から、基本的には、現在の固定手数料制を維持しつつ、その水準については、引き続き、国際的水準の動向を勘案し、機動的、弾力的に見直しを行っていくことが必要である。

4. 債券等の流通性

(1) 我が国の債券流通市場の現況を見ると、売買高に占める国債の割合が極端に高く、政府保証債、地方債、事業債等国債以外の一般債の流通性は極めて低くなっている。

一般債の流通性の低い原因としては、①一銘柄当たりの発行量が小さく、流通市場で反復継続して取引するのに適さない、②価格公示及びディーラーのマーケット・メイク機能が十分でない、③抽選償還制度が存在するほか、受渡・決済制度が不備であり、名義移転に要する期間が長期にわたる例が見られること等が挙げられている。

(2) 市場における価格形成が練れたものとなり、その市場実勢が発行条件に反映されるためには、社債等の流通性を高めることが重要である。そのためには、次の諸点で改善が図られる必要がある。

① 発行ロットの拡大等

発行市場と流通市場との関係からみて、そもそも発行残高がある程度以上の水準にならなければ、流通市場の機能も限られたものにならざるを得ない。したがって、社債等の流通性を向上させる観点から、一銘柄当たりの発行ロットが大きくなるような環境整備を行うことが重要である。

また、債券発行後の銘柄統合により一銘柄当たりの発行残高を拡大することも有効であり、このためには、異なる銘柄の利払期、償還期限を一致させることができるよう償還年限の弾力化等所要の条件整備が図られる必要がある。

② 価格公示機能の拡充

現在、証券業協会等により価格公示の行われている債券の銘柄はごく一部にすぎず、また、迅速な情報伝達がなされるのは、特定の端末機を保有するディーラーや大口機関投資家に限られるなど、債券の価格公示機能はなお改善の余地がある。

このため、今後とも店頭市場における価格公示については、対象銘柄の拡大や、よりリアルタイムに近い形で、より広い投資家層への迅速な情報提供を促進することが必要であり、これによりディーラー間の競争を通じて価格形成の透明性、公正性の向上が期待できるものと考えられる。

③ 社債等登録制度の改善

社債等登録制度は、社債投資を奨励するために減税措置を講ずる前提としての社債権者等の把握と、債券の発行を不要とすることによる資源の節約を目的として創設された経緯もあり、迅速な取引に対応できるものとなっていない。このため、登録済証の廃止、記番号管理の廃止、受寄者名義登録制度の導入等により、迅速な移転登録を可能にする社債等登録法の改正を含めた制度の改善が現在検討されているが、社債等の流通性の向上のためには、この社債等登録制度の改善を速やかに実施に移すべきである。

5. その他

先進国においては、非居住者に対する利子所得源泉課税撤廃や有価証券取引に係る税負担の軽減の動きも見られる。我が国の証券取引に関する税制についても、金融のグローバル化の中で国境を越える証券取引が増加していることに鑑み、自由な資本の流れを必要以上に制約しないようなものである必要がある。また、金融の証券化の流れの中で、証券取引に関する税制によって、商品の仕組みや流通の実態が差別的な影響を受けないことが必要である。このため、税制の見直しを行うに当たっては、これらの点について適切な配慮を払うことが望まれる。

第6章 証券取引に係る基本的な制度の見直し

現行制度の下で、まず、我が国資本市場に存する諸規制・諸慣行の見直し・撤廃を行い、より自由な競争のための条件を整備することによって、市場の効率性、国際性及び健全性又は安定性を高めることが、喫緊の課題であることはいうまでもない。

これに加え、我が国資本市場に関する基本法ともいえる証券取引法についても、施行以来既に40年を経過していること、この間、資本市場をめぐる環境が大きく変化してきていること等に鑑みると、新たな環境変化に即応したものとなるよう、この際その枠組みについて全般的な再検討を加えることが必要である。

すなわち、海外市場では、近年、金融の証券化の進展に伴い、新たな証券化関連商品の開発が行われているが、証券取引法の規制対象は、株式、社債、投資信託等に限定されており、このような動きに十分対応できない状況にある。また、内外市場の一体化に伴い、各種の証券取引規制についても、その国際的調和が求められるようになってきている。

このような状況の下で、一般的な投資家保護の枠組みの下に多種多様な商品開発を促し、全体として我が国資本市場が健全に発展できるようにするためには、我が国証券取引の規制体系を基本的に見直すことが必要となってきた。

1. 金融の証券化の進展と幅広い有価証券概念の採用の必要性

- (1) 近年の金融の自由化、国際化の進展を背景に、投資家及び資金調達者いずれの側においても、CP、資産担保証券、債権の流動化等の証券化関連商品に対するニーズが増加している。しかし、このような商品については、一般的な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投資家保護のための措置が法的に整備されていないという事情もあって、商品の開発がそもそも行われていないか、又はその商品性が制約されているのが現状である。

- (2) 海外においては、新商品の開発が進んでいるが、このような新商品も証券としての統一的な規制の下で開発・販売が行われている。一方、このような商品が我が国に持ち込まれた場合、証券取引法上の有価証券に該当しないため、同法上の投資家保護のためのルールが適用されない。この結果、投資家保護上の問題が生じることから、一般投資家への販売について事実上制約を課さざるをえず、その取扱者についても不明確な場合が多い。このようなことは、資本市場のグローバル化が進む中では、様々な問題を惹起していくものと考えられる。

- (3) したがって、諸外国の法制と調和のとれた幅広い有価証券概念を採用し、一般的な投資家保護の枠組みを整備

することにより、自由な創意工夫による証券化関連商品の開発が行われ、全体として我が国資本市場の厚みと効率性を高めるとともに、国境を越えた資本取引を促進するための環境整備を図ることが必要である。

2. 公募・私募証券市場の役割の検討とそれに対応する規制の在り方

- (1) 米国においては、私募による証券発行は、その手続きが簡便であり、柔軟に条件決定を行うことができるという効率性を有していることに着目して、十分な情報収集能力をもつ機関投資家と一般投資家を区分し、機関投資家のみを対象とした私募証券市場を活用しようとする動きがみられる。また、ユーロ市場は熟達した投資家を対象として簡便な手続きで証券の発行が行われている市場である。

- (2) 我が国においては、投資家の属性如何にかかわらず、勧誘対象者数が50名程度未満の場合（開示通達）には、当該証券の発行は「募集」行為に該当しないものとされ、公募証券の場合に必要な届出書の提出によるディスクロージャー義務が課せられていない。また、銀行・証券等の関係する私募事業債については、かなり詳細な業者間の自主的な取扱ルールに委ねられているが、法制上は私募証券規制は存在していない。

(3) 我が国資本市場が国際的な市場として発展するためには、熟達した機関投資家のみを対象とする私募証券市場と一般投資家も参加する公募証券市場という考え方の下に公募・私募証券取引について、それぞれの市場の役割とこれに関連した規制の在り方を体系的に見直す必要がある。このため、今後、公募・私募概念、ディスクロージャー、転売規制等全般にわたり、見直しを行う必要がある。その際、私募証券の取扱い業務についても、証券取引法上の位置づけを明確にし、所要の対応を図る必要がある。

3. 体系的・統一的な証券取引規制の整備

(1) 上記のように、幅広い有価証券概念を採用し、また、公募・私募証券取引の規制の在り方を体系的に見直す場合、伝統的有価証券と証券化関連商品の全体を包括する体系的・統一的な証券取引規制の整備が必要となる。すなわち、ディスクロージャー制度、取引の公正確保などのための規制については、基本的には証券取引法において定められた原則によることが適当と考えられるが、新たな有価証券の中には、金融技術を駆使した技術革新的なものが多く、複雑な仕組み、態様をもつものがあり、また、様々な取引形態が考えられることから、商品の内容や取引の性格に応じてどのような措置を講ずるべきかを検討する必要がある。

(2) まず、ディスクロージャーについては、伝統的な株式、社債等を念頭においた企業内容の開示だけではなく、資産金融型証券については、その資産の内容や仕組み性を開示するなど、商品の内容に応じたディスクロージャーが必要となる。また、熟達した投資家のみを対象とした私募取引においては、公募取引の場合とは異なったディスクロージャーの在り方についても検討を行う必要が生じよう。

(3) また、取引の公正確保のための規制についても、金融の証券化に伴い、一般投資家の知識や判断力では対応しがたい多様な商品が現れることを考慮すると、取引の公正性を確保する必要性が一層高まってくると考えられる。このため、現行証券取引法の規定の実効性の確保という観点を含め、取引の公正確保のための規制のあり方について、見直しを行っていく必要がある。

上記のような観点から、証券取引規制を体系的・統一的に見直す場合には、金融の証券化に対応した投資家保護のための法的枠組みについて審議を行っている第1部会の議論、さらには、①投資家保護の実効性を確保し、競争条件の均衡を図るため、同一の業務を行う者には同一の規制を適用する（機能別監督）、②国境を越えた取引の増加に鑑み、取引の公正確保のための規制について、極力、その国際的調和を図るという視点をも踏まえて、

整合的な検討を行う必要がある。

4. 市場仲介者についての検討

(1) 仲介者の一般的資格要件

① 証券取引法においては、当初、証券会社の登録制が採用されたが、昭和30年代後半、証券市場の低迷もあり証券会社の登録取消又は営業廃止が多数に上らざるを得なかったことから、証券業が国民経済的に、また、社会的にも極めて公共性の高い事業であるとの認識の下に、昭和43年に、登録制は免許制に改められた。その後、外国証券業者等を除いては事実上証券業務への新規参入が行われてこなかった。

② 免許制の下で、証券会社の財務・業務の健全性の確保の観点から十分な予防的監督行政が行われてきた結果、証券会社の体質も大きく強化されてきている。幅広い有価証券概念を採用した場合の証券業務に対する営業規制の具体的な在り方については、第1部会の報告を踏まえて更に検討が必要であるが、所要の予防的監督行政を行うためには、今後とも免許制の維持を基本とするべきである。

③ 免許制は、基本的に、証券会社に対する行為規制、財務規制を通じて投資家保護を図ることを目的とするものであり、一般的には、申請者の適格性について、

証券取引法に規定する免許の基準に照らし適正に判断して対応すべきものと考えられる。

これにより新規参入を認める場合においても、例えば申請者が、主としてグループ会社株等の引受や、グループ会社の財テク資金の運用等を意図するようなケースなどについては、仲介業者としての独立性、公共性に問題が生じ、マーケット・メカニズムを損なうおそれがあるので、慎重に対応していく必要がある。

(2) 金融環境の変化と銀行業務・証券業務の関係

① 金融の自由化、国際化、証券化に伴う諸現象

(イ) 近年、銀行が、その貸出債権を満期まで保有せず途中で機関投資家等に譲渡してしまうという、銀行業務の分解（アンバンドリング）と呼ばれる現象がみられるようになってきている。このことは、時間的な前後関係を別にすれば、借入企業にとっては社債の発行、貸付を行った金融機関にとっては社債の購入・販売、投資家にとっては社債の購入と類似した行為となる。このように、金融機関の業務において市場型取引の比重が増加してきている。

(ロ) CPは、法律上、約束手形として構成され、証券取引法の対象外となっているが、経済的には短期の社債という性格を有している。このように、証券化関連商品については、その経済的機能が株式や社債と同一又はこれに類似したものが出現してきている。

-
- (ハ) 国際的な資金調達が増加するに伴い、発行企業や投資家のニーズの高まりに応じて為替スワップ等を活用した新しい商品が増加している。内外資本市場の一体化の下で、外国為替業務は、資本市場における取引において極めて重要なものとなってきている。
- (ニ) 証券化関連商品としては、様々な形態のものが存在するが、海外においては、資産を信託し、その信託受益権証書を小口化して販売することが盛んに行われており、我が国においても、金融の証券化の手法として、信託の機能を一層活用することが必要となってきている。

このような諸現象をも1つの背景として、近年のグラス・スティーガル法改正論議等、海外における銀行・証券の業務分野の規制に関して種々の動きが出てきている。

② 銀行業務と証券業務の関係

- (イ) 上記のように、銀行業務と証券業務が相互に関連する分野が増加している状況の下で、銀行と証券会社が、他方の分野に属する業務を相互に行うことには、次のような意義が考えられる。
- (i) 銀行と証券の両分野の機能を生かしたような商品の開発が促進される。
- (ii) 金融に熟達した広い意味での金融仲介業者によ

る相互進出が両市場における競争を促進すると期待される。

(iii) 海外における銀行・証券会社の業務分野に関する様々な動きに対応し、国際的な調和にも資することとなる。

(iv) 一方、銀行業務は、銀行自身が貸付等資金運用のリスクを吸収しつつ相対取引として行われるのに対し、証券業務は、最終的には資本市場の広汎な参加者がリスクを負担する形での市場取引として行われるという根本的な相違がある。銀行が証券業務を行うことにより、銀行の相対取引的手法が、資本市場に持ち込まれることとなれば、資本市場の効率性を阻害し、その健全な発展を損なうおそれがある。

特に、市場仲介者の在り方については、国際的に見て規制の透明性は必要であるが、それが各国固有の風土、歴史の積み重ねであることを考慮すれば、我が国にとって最も適したものを選択するという観点が重要である。

(v) 我が国における銀行と証券会社の業務分野の在り方について検討するに当たっては、以上のような両面を総合的に勘案する必要があり、この点から、一般的な新規参入問題とは別に、銀行による証券業務への参入問題について検討する際には、銀行と証券会社の分離を定めている証券取引法第65条の今日的意義について検討する必要がある。

(3) 銀行による証券業務への参入問題

① 証券取引法第65条の趣旨と今日的意義

(イ) 我が国資本市場は、証券取引法第65条による銀行・証券分離制度の枠組みの下で、戦後40余年幾多の変遷を経つつも、国民経済的に大きな役割を果たす市場に成長し、また、国際的にもニューヨーク、ロンドンと並ぶ市場となっている。制度的ないしは実態的に銀行・証券分離制度が採られてきた米国や英国において、その資本市場が発展してきているが、我が国においても、資本市場と金融市場が車の両輪となってそれぞれの機能を発揮してきたという面がある。

(ロ) 証券取引法第65条は、昭和23年に、米国のグラス・スティーガル法を範として定められたものであるが、グラス・スティーガル法の制定目的は、一般に利益相反の発生、銀行の健全性の阻害という弊害を除去することにあつたといわれている。また、最近では、銀行は、預金保険制度・連銀再割窓口へのアクセス等によって、証券会社に対し、競争上の有利性を持つことから、競争条件の均衡を図るという点が強調されている。

証券取引法第65条においても、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その趣旨であるとされている。

(ハ) 銀行による証券業務への参入問題については、証

券取引法第65条の下で従来回避されてきた弊害（利益相反の発生、競争条件の不均衡、銀行の健全性の侵害等）がその参入によって顕在化し、我が国資本市場の健全な発展を損なうようなことがあってはならない。この意味で、証券取引法第65条の基礎にある基本的な考え方は、今日でも重要な意義をもつものである。

② 銀行による証券業務参入に伴う問題点

(1) 利益相反の発生

- (i) 証券業においては、最終的には投資家がリスクを負担するものであるのに対し、銀行業においては、貸出等の投資リスクを銀行が吸収して預金の安全性を保証していく点に特色がある。このようなことから、銀行は、貸出債権の安全性を担保するため、貸出先企業の経営の状況、資金繰り等の重要な経営情報を詳細に把握する立場にあるとともに、企業の安定株主として株式を保有し、経営危機に陥った貸出先企業に対して金融支援を行うこともある。

銀行は、このような多面的な情報を入手しうる特別な立場にあることから、利益相反行為を起こし易い状況に置かれている。例えば、銀行は、貸出先企業の経営悪化を知った場合、返済繰延べや利子減免などの措置を講ずることによりその経営

を支援し、貸出債権を保全しようとするのが通常であるが、証券業務を行うこととなれば、他方で、投資家に対して適切な情報を提供する義務をも負うことになる。この結果、銀行は、証券の発行を行おうとする貸出先企業の経営の悪化を公開すべきか否かの言わば二律背反の状態に追い込まれざるを得なくなる。

(ii) 利益相反は、一般に、様々な業務分野で起こりうるが、銀行の置かれた特別の立場に鑑みれば、銀行が証券業務を行う場合の利益相反の防止については、特に慎重な検討が必要である。

銀行が証券業務を行う場合には、銀行の預金・貸出業務に関連し、具体的に次のような利益相反行為が指摘されている。

- 経営悪化に陥った企業への貸出金の回収を容易にするため、当該企業に証券を発行させ、その一方で、投資家に対して当該企業の業績不振を明らかにしないまま、その証券を売り捌く。
- 銀行が引受を行った証券の販売を促進するために、証券の発行会社又は顧客である投資家に対して貸付を行う。
- 顧客である企業が長期資金を調達する際に、銀行が、資本市場からの調達ではなく、自己にとって利益の大きい借入金を勧める。
- 銀行が自己の保有する証券の価格を上昇させ

るため、顧客である投資家に購入を勧め、更には購入資金を貸し付ける。

また、我が国の場合、銀行は、大量の有価証券を保有していること、一面で過当競争的な体質も見られること等から、メインバンクとしての地位を利用して、銀行、証券のサービスを抱き合わせて販売する等の形態で、利益相反行為が起る可能性があると考えられる。

利益相反問題は、個々の取引ごとに必ずしも明確かつ重大な影響を及ぼす形であらわれないこともあるが、そのような取引が積み重なると、社会・公共的には重大な影響を生ぜしめるおそれがあることに留意すべきである。このことは、「投信協会対キャンプ」事件の米国連邦最高裁判所判決において「微妙な危険」として指摘されている。その意味で、現在の銀行・証券両業務の兼営の禁止は、このような利益相反問題の発生の未然の防止策として、有効に機能してきたものと評価できる。

- (iii) これに対しては、利益相反問題は、自己規律に加えて、当該産業における十分な競争、ディスクロージャー・インサイダー規制等の充実、行政当局の監督によって防止できるという意見がある。しかしながら、銀行の自己規律や競争の促進等に

よって利益相反行為をある程度防止することは可能であるにしても、それだけでは十分な防止策となることを保証するものではないと考えられる。また、同一組織内で銀行部門と証券部門との間にチャイニーズ・ウォールを設けて業務が行われている場合には、ある取引行為が内部情報によらないものであるか否かを外部から判断することは困難であり、規制・監督の実効性が子会社方式の場合に比べ確保しにくいという問題もある。

利益相反行為がいったん発生すると、資本市場が大衆化している我が国において、その被害は広範囲なものとなり、その救済は容易ではなく、また、市場機能の低下や制度に対する信認の低下という社会・公共的損失を生ぜしめることとなる。

したがって、利益相反の防止のための措置は、法令上の根拠を有している必要がある。

(注) チャイニーズ・ウォールとは、一般的に、業務の遂行過程で知りえた情報が、同一組織内部であっても、他の部署に漏洩しないことを制度的に保証することを指し、インサイダー取引規制との関連で用いられることが多い。英国金融サービス法の規定がその典型例である。

(ロ) 競争条件の不均衡等

(i) 銀行の企業に対する影響力

大企業の銀行借入に対する依存度は、従来に比較して低くなってきているが、中堅・中小企業においては、依然として高い。また、ラストリゾートとしての銀行の役割に対する期待は、企業の大小を問わず強く、こうしたことから、メインバンクとしての影響力は、引き続き大きなものがあるとされている。さらに、我が国においては、米国と異なり、金融機関に対し、一定限度内の株式保有が認められており、企業にとっての安定株主としての役割も期待されている。主要銀行の関連企業も含めれば、その資本関係による結びつきは一層強いものと考えられる。銀行による企業への役員派遣も、かなりの数にのぼっている。

このような株式保有や役員派遣は企業からの要請に基づく場合も多いと考えられるが、いずれにせよ、銀行は、現実にはこのような融資、株式保有、役員派遣等の面で企業とつながりを持つことによって、企業に対する特別の影響力を潜在的に保持している。資本市場においては、資金の受け手と出し手が価格、サービス、商品性を基に自由な選択を行うことによって市場が形成されるべきであるが、仮に銀行が証券業務を行う場合、以上のような影響力が行使されれば、適正な競争を阻害し、また、市場の分断等を招くおそれがある。

(ii) 証券会社との競争条件の不均衡

銀行は、信用秩序の維持を担う立場から、一時的な流動性不足に陥った場合、最後の貸手としての中央銀行貸出にアクセスが可能であることや、公的な預金保険制度が存在していることなど、公的な信用に裏打ちされた資金調達が可能である。また、銀行には非公開の情報が継続的に集積する面があり、さらに、その保有する株式の含み益が大手都銀で各行3～4兆円という大きな額に達すると言われている。

銀行が証券業務を行うことが認められる場合、証券業務の収入がそのコストを賄えない状況の下でも、戦略的に証券業務を維持し（赤字サービスの提供）、それから生じる損失は他業務からの利益や含み益によって補填する（部門間補助）という行動が可能な状況にある。仮に、銀行がこのような行動に出る場合、市場メカニズムを歪め、業者間の適正な競争を阻害する等、市場の健全な発展を妨げるおそれがあるものと考えられる。

また、銀行は総体として、店舗網、資金力、従業員数等の点で証券会社を大きく凌駕しており、銀行による証券業務への参入は、資本市場に大きな混乱を招くおそれがある。

(ハ) 銀行の健全性の侵害

銀行は、一般大衆から預金を集めており、国民の信頼を基盤として一国の決済システムの重要な一環

を形成している。近年の金融取引の高度化・複雑化に伴い、決済システムを担う銀行の機能はますます重要性を増し、かつ、相互依存関係を強めていることから、その安定性は一層重要になっていると言える。

仮に、一つの銀行に破綻が生じた場合、銀行システム全体に対する預金者の信認を損うことになるが、こうしたことの国民経済的影響は、証券会社における場合と比較にならないほど大きい。このため、銀行の健全性を制度として確保しておくことは、極めて重要な問題であり、銀行が新たに証券業務に参入することが銀行のリスクを高めることにならないかどうか、慎重な検討が必要である。

③ 銀行による証券業務参入問題の今後の検討課題

(1) 検討の視点

前述のような証券化の進展等資本市場をめぐる環境変化を踏まえると、銀行による証券業務への参入及び証券会社による銀行業務への参入には、意義があると認められる反面、種々の弊害も予想されることから、これにどう対応すべきかが問題となる。

また、仮に参入が行われれば、既存の市場秩序に何らかの影響が及ぶことは避けられず、市場機能の安定性を害さないようにいかに対応すべきかという点も検討する必要がある。

(ロ) 当部会の審議における意見

当部会の審議においては、これらの問題につき様々な立場からいろいろな意見が表明された。

金融界の大方の意見は、新規参入は競争を促進し、資本市場における利用者利便の向上、国際化に資するとともに、これに伴う弊害は、競争が十分な状況であれば自己規律と十分な行政監督によって防止されることとなるので、エコノミーズ・オブ・スコープの観点からも参入に関する制約はできるだけ小さい方が望ましいというものである。また、新規参入については、金融業態ごとの実情や、その制度の沿革が十分反映されるよう配慮される必要があるとする意見があった。なお、保険会社においても、子会社形態による参入の要望があった。

これに対し、証券界の大方の意見は、銀行による証券業務への参入は、これまで証券取引法第65条によって回避されてきた種々の弊害が顕在化するおそれがあり、問題がある。特に、我が国の銀行は、大量の株式保有、メインバンクとしての立場等を通じて、企業に対し特別の優越的地位を占めている現状からみて、その参入が資本市場にもたらす弊害の発生は、諸外国の場合と比べて大きく、また、店舗、人員及び資金力の規模の差からみても、既存の市場秩序、なかんずく中小証券会社の経営に大きな打撃を与えることとなるので、参入について慎重に対応

する必要があるというものである。また、銀行による証券業務参入のみが先行して議論されているのは適当でなく、証券会社による信託・銀行業務等への参入を含め、各金融機関相互の参入問題を同時並行的に議論しなければ整合的とはいえないとの意見も表明された。

産業界からは、多種多様な商品開発、適正な競争によって質の高い金融サービスが提供されることが何よりも重要であり、担い手をめぐるいわゆる業際間の対立によって改善が進まないことには疑問があるとの意見が出された。

また、業界に属さない立場からは、近年の国際化、証券化等の流れを勘案すると、長期的な観点に立って制度改革に取り組むことが重要な課題であるとの考え方から、相互参入のメリットを活かしつつ、その弊害を防止するための方策を見出すべきであり、このような方策の一つとして、米国で行われているような証券子会社の設立を認め、銀行本体と証券子会社との間に厳正なファイアー・ウォールを設定することを検討してはどうかという意見が出された。この点は、決済システムの安定性の観点からも必要であるとの指摘があった。さらに、参入に伴う混乱を極力防止するという観点からは、その進め方については、ステップ・バイ・ステップで行うべきであるという考え方が提起された。以上に加え、銀行に

よる証券業務への参入問題については、免許業種としての銀行の本来業務及びその歴史的経緯との関連も踏まえ、検討を行う必要があるとの意見が出された。

前述のように、銀行・証券会社による相互参入に関する当部会の審議は、特定の結論に集約化されているという段階とはいえないが、これまでの審議内容を踏まえて、この問題についてのおおよその整理をしてみると、次のように考えられる。

(II) 参入の方式と弊害防止策

(i) 我が国の現状に照らしてみると、銀行が証券業務を広く兼営するいわゆるユニバーサル・バンク制度については、上述のような銀行の本来業務との関連についての問題は別としても、利益相反防止のための有効な手段を確保できないこと、競争条件等の不均衡が残ること及び銀行部門とのリスク遮断が困難であることから、参入に伴う弊害を防止するという観点からは、その実効性が十分には期待できず、問題が多いと考えられる。

(ii) 現行の銀行・証券分離制度を堅持しつつ、両業務が相互に密接に関連するいわゆる証券化関連商品について相互相乗りを認めるという考え方もある。しかしながら、証券化関連商品については、CPと社債にみられるように伝統的有価証券と経済的には全く同一のもの又はこれに酷似している

ものも多く、このような形での仕切りは、業際の解決としてはともかく、法律・制度として適当かどうかという問題があり、また、証券化関連商品についても、利益相反の発生等が予想されうることから、弊害防止策の面で適当かどうかという問題もある。

銀行による証券業務への一般的参入について、弊害防止のための実効性ある措置の確保が困難であるとして、その参入を入口において認めないとする考え方もあろうが、この場合においては、前述の私募証券市場に係る証券取引法上の新たな規制の枠組みを前提としつつ、熟達した機関投資家を対象とする証券化関連商品等の私募証券市場に限定して、銀行が証券業務を行うことにより、証券化の進展等資本市場をめぐる環境の変化に対応することが考えられよう。

(iii) 銀行による参入を認めつつ、その参入に伴う弊害を防止する一つの方策として、例えば、米国では銀行持株会社による証券子会社の設立を認め、銀行本体と証券子会社との間に資金、情報、人等の交流を遮断する厳正なファイアー・ウォールを設定することが行われている。

米国においては、このような方式を採ることにより、証券業務を行う者に対して証券法上の一元的な規制・監督が行われ、証券業務と銀行業務と

の性格の相違に応じた規制・監督の実効性を確保することが可能となるとされている。

仮に、我が国において証券子会社を設立する方策をとる場合、米国におけるように銀行持株会社の子会社の形態によることが、ファイアー・ウォールの有効性を確保するという観点から、効果的であると考えられるが、我が国では独禁法により持株会社が全面的に禁止されているという基本的な問題がある。また、銀行が直接証券子会社を設立する場合においても、独禁法上これがどのように取り扱われるか等の問題が残されているので、こうした点については、今後関係者間において所要の検討が行われることが必要である。

利益相反の防止、競争条件の均衡の維持、銀行の健全性の確保等は、資本市場の健全な発展のための公益的見地から不可欠の要請であり、企業経営等の面で効率性が損なわれる点があっても、ファイアー・ウォールにより、参入に伴う上記の弊害を有効に防止することが必要がある。この点から、その実効性を確保するためには、ファイアー・ウォールは法令上の制度として担保することが必要である。

以上の点に関連し、我が国においては、銀行が大量の株式を保有していること、メインバンクとして特別な地位を有していること等、米国とは異

なる事情にあることを踏まえて、我が国の実情に即した有効なファイアー・ウォールの設定について、今後十分検討する必要がある。

いずれにせよ、この方式については、具体的にいかなる形態又は内容の子会社の設立が法制上可能かつ適当か、いかなる内容のファイアー・ウォールがあれば弊害防止のための実効性ある措置となりうるか、また、既存のいわゆる銀行系証券会社についてどう考えるか等につき、今後なお十分具体的に検討される必要がある。

(注) ファイアー・ウォールとは、利益相反の防止、競争条件の均衡の維持、銀行の健全性の確保等を目的として、組織を分離したうえで、資金、情報、人等の分離を制度的に保証することを指し、米国連邦準備制度理事会が銀行持株会社の証券子会社に一定の証券業務を認可した際の条件がその典型例である。

(二) 市場の安定性等への配慮

資本市場が今や国民経済的に重要な役割を果たしており、また、多数の投資家がこれに参加しているという状況からみると、資本市場への銀行による参入が行われる場合、それが市場秩序に混乱をもたらし、ひいては市場機能の安定性を損なうことがないよう慎重な配慮が必要である。

ユニバーサル・バンキングについては、現に銀行

が総体として多くの店舗、人員及び資金力を有し、その規模は証券会社のそれを大きく凌駕している状況に照らし、この面からも適当ではない。

私募証券市場に限定して銀行が証券業務を行うことについては、比較的問題が少ないのではないかと考えられるが、この場合においても、銀行業務によって得られた情報が内部的に利用され、私募証券市場の適正な競争が阻害されることのないよう適切な措置を講ずることを検討する必要がある。

証券子会社方式による参入については、その形態や弊害防止策につき更に具体的に検討すべき問題が残されていることは前述のとおりであるが、これとは別に参入の分野及びテンポについては、銀行の本来業務との関連及び歴史的経緯を勘案するとともに、既存の証券会社に与える影響を踏まえて市場の安定性への配慮という観点から慎重な対応が必要である。

具体的には、参入の分野（免許の種類、取扱商品）については、例えば、銀行業務と証券業務の同質性が高まっている分野からこれを行う等市場の状況を考慮しつつ、漸進的段階的に対応する必要がある。特に、株式のブローカー業務については、銀行が歴史的に株式の売買業務を行ってこなかったという経緯、銀行自身による大量の株式保有とブローカー業務の適切な執行との関係及び中小証券会社の経営の主軸の業務であるという事情を十分考慮し、

例えば法律により、当分の間はこれを認めないこととする措置を講ずることが適当である。

また、参入のテンポについても、各金融業態の実情をも勘案しつつ、一時的かつ過度の参入による市場の混乱を回避するよう市場の状況に十分配慮する必要がある、また、後述の証券会社による外為業務、銀行業務等への参入の状況をも勘案しつつ、これを検討していく必要があるだろう。

いずれにせよ、銀行による証券業務への参入問題について、その具体的内容を検討する際には、免許業種としての銀行の在り方につき金融制度の面からも適切な検討が行われることが望まれる。

(4) 証券会社による銀行業務等への参入問題

最近の資本市場をめぐる環境の変化に鑑みれば、証券会社が投資家や発行体のニーズに適った複合的なサービスを提供していくためにも、銀行・信託業務等との関わりをもつことが必要となってきた。例えば、外国為替業務が資本市場における取引において極めて重要なものとなっており、また、金融の証券化の手法として信託の機能を一層活用することが必要となってきた。さらに、仮に銀行による証券業務への参入を認める場合には、競争条件の均衡という観点からも、証券会社による銀行・信託業務等への参入が認められることが必要となる。このような点を考慮すると、証券会社に対する幅

広い外為業務の付与、証券会社の子会社形態による銀行・信託業務等への参入についても同時並行的に検討が行われることが必要である。このような問題は、金融各業態間における銀行業務等への相互参入を具体的にいかにして進めていくべきかについて、更に掘り下げた検討を必要とする問題でもあり、金融制度の在り方等の観点から、別途具体的な検討が行われることが望まれる。

終わりに

当部会においては、1990年代、さらには来たるべき21世紀を展望して、我が国資本市場の一層の発展を図るという観点から、資本市場の在り方について1年にわたる審議を行い、当部会としての意見を上記のとおりとりまとめたものである。当部会としては、この報告を基本問題研究会に提出するに当たり、今後対応すべき以下の諸点について、関係者において適切な措置が採られることを期待するものである。

1. 我が国市場を真に自由かつ競争的な市場とするため、この報告書において指摘された諸規制・諸慣行の見直し・撤廃については、以下の基本的な制度の見直しを進める一方で、これに先立って、具体的な検討を行い、できる限り早期に実施を図るべきである。
2. 内外から要請されている国際的地位にふさわしい資本市場の構築という課題に応えるためには、金融の証券化に対応した投資家保護のための法制上の枠組みについて検討を行った第1部会の結果をも踏まえて、現行証券取引法についての体系的・包括的見直しに着手する必要がある。
3. このような見直しと関連して、銀行による証券業務への参入問題については、どのような方策をとれば参入に伴う弊害の発生を有効に防止することが可能となるか、また、

どのような方策をとれば参入に伴う市場の混乱を回避しうるか等につき、更に具体的な検討が行われる必要がある。

4. 証券会社の外為業務、証券会社による銀行・信託業務等への参入については、金融制度の在り方等の観点から別途具体的な検討が行われることが望まれる。