

証券市場の改革促進

金融審議会第一部会報告（案）

平成14年12月16日

金融分科会第一部会所属委員等名簿

部会長	神田秀樹	東京大学法学部教授	
部会長代理	太田宏	読売新聞社調査研究本部総務	
委員	池尾和人	慶応義塾大学経済学部教授	
	岩原紳作	東京大学法学部教授	
	斎藤静樹	東京大学経済学部教授	
	首藤恵	中央大学経済学部教授	
	成川秀明	日本労働組合総連合会総合政策局長	
	浜矩子	同志社大学マネジメントスクール教授	
	臨時委員	東英治	大和総研常務執行役員
上柳敏郎		東京駿河台法律事務所 弁護士	
黒沼悦郎		神戸大学法学部教授	
田島優子		さわやか法律事務所 弁護士	
淵田康之		野村総合研究所資本市場研究部長	
専門委員		壺岐浩一	第一生命常務取締役
		古賀信行	野村證券取締役副社長
	高橋厚男	日本証券業協会副会長	
	中村正人	UFJ銀行常務執行役員	
	宮川和雄	住友信託銀行常務執行役員	
	吉野貞雄	(株)東京証券取引所代表取締役専務	
		〔計19名〕	
幹事	和田哲郎	日本銀行企画室参事役	

(敬称略・五十音順)

「市場仲介者のあり方に関するワーキング・グループ」メンバー

座長	吉野 直行	慶応大学経済学部教授
メンバー	岩原 紳作	東京大学法学部教授
	上柳 敏郎	東京駿河台法律事務所弁護士
	太田 宏	読売新聞社調査研究本部総務
	金子 義昭	投資信託協会副会長
	高橋 厚男	日本証券業協会副会長
	中井 省	証券投資顧問業協会専務理事
	二上 季代司	日本証券経済研究所主任研究員（大阪研究所）
	森 文保	UFJホールディングス執行役員資産運用戦略 グループ長兼証券戦略グループ長
	柳川 範之	東京大学経済学部助教授
	山下 友信	東京大学法学部教授
	行澤 一人	神戸大学法学部教授

〔計12名〕

オブザーバー 谷本 英行 日本銀行調査役

（敬称略・五十音順）

「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」メンバー

座長	岩原 紳作	東京大学法学部教授
座長代理	斎藤 静樹	東京大学経済学部教授
メンバー	伊藤 雄二	住友化学工業(株)常務取締役
	引頭 麻実	大和証券SMB C(株)シニア・コーポレート・アナリスト
	遠藤 博志	(社)日本経済団体連合会経済本部長
	大崎 貞和	(株)野村総合研究所資本市場研究室長
	金子 義昭	(社)投資信託協会副会長
	河津 知則	(株)UFJホールディングス経営企画部主計室長
	黒沼 悦郎	神戸大学法学部教授
	古賀 信行	野村證券(株)取締役副社長
	逆瀬 重郎	(株)日立製作所財務一部主管
	佐藤 卓男	日本公認会計士協会副会長
	首藤 恵	中央大学経済学部教授
	高橋 厚男	日本証券業協会副会長
	田地 伸至	メリルリンチ日本証券(株)ディレクター・上席法律顧問
	田島 優子	さわやか法律事務所弁護士
	成川 秀明	日本労働組合総連合会総合政策局長
	原 早苗	埼玉大学経済学部非常勤講師
	榎田 元生	三菱重工業(株)代表取締役 常務取締役
	吉田 稔	旭化成(株)経営計画管理部経営管理室長 理事
	吉野 貞雄	(株)東京証券取引所代表取締役専務

(敬称略・五十音順)

「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」メンバー

座長	池尾 和人	慶応大学経済学部教授
メンバー	石橋 英樹	ゴールドマン・サックス証券マネージング・ディレクター
	兼坂 光則	新光証券取締役副会長
	神田 秀樹	東京大学法学部教授
	菊一 護	日本証券業協会常務理事
	黒沼 悦郎	神戸大学法学部教授
	古賀 信行	野村証券取締役副社長
	佐賀 卓雄	日本証券経済研究所主任研究員
	関 哲夫	新日本製鉄副社長
	林部 健治	大和証券グループ本社取締役
	藤田 友敬	東京大学法学部助教授
	松本 大	マネックス証券社長
	安 陽太郎	十字屋証券社長
	吉野 貞雄	東京証券取引所代表取締役専務
	米澤 康博	横浜国立大学経営学部教授
	米田 道生	大阪証券取引所専務取締役
	〔計16名〕	
オブザーバー	村上 堯	東京金融先物取引所常務理事

(敬称略・五十音順)

金融審議会第一部会の審議経過

第4回会合

平成14年9月17日(火)

証券市場改革の今後の進め方について

第5回会合 (市場仲介者のあり方に関するワーキング・グループ(第1回)との合同会合)

平成14年9月30日(月)

「市場仲介者のあり方に関するワーキング・グループ」の検討課題について

有識者からのヒアリング

証券会社からの意見聴取

第6回会合 (取引所のあり方に関するワーキング・グループ(第1回)との合同会合)

平成14年10月9日(水)

「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」の検討課題について

市場関係者メンバーからのヒアリング

第7回会合 (非公開)

平成14年11月29日(金)

「市場仲介者のあり方に関するワーキング・グループ」からの報告について

「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」からの報告について

「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」からの報告について

第8回会合

平成14年12月16日(月)

「証券市場の改革促進」(金融審議会第一部会報告(案))について

「証券市場の改革促進プログラム」の進捗状況について

金融審議会第一部会報告

証券市場の改革促進

目次

1 . はじめに.....	1
(1) 金融を取り巻く環境の変化	
(2) 累次の制度改革	
(3) 「証券市場の改革促進プログラム」	
(4) 金融審議会における審議	
2 . 基本的考え方.....	3
3 . 具体的な制度整備.....	7
(1) 市場仲介者に関する制度整備	
(2) ディスクロージャーに関する制度整備	
(3) 取引所に関する制度整備	
4 . おわりに.....	15

(別紙)

- 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
 「市場仲介者のあり方に関するワーキング・グループ」報告(概要)
 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
 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
 証券代理店(仮称)制度
- 2 . 「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」報告
 「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」報告(概要)
 はじめに
 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
 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
 ディスクロージャーに関する手続等の簡素化・迅速化
- 3 . 「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告
 「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告(概要)
 海外取引所端末の国内設置
 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)
 内外取引所の連携・統合
 今後の検討課題

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、

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、誰もが投資しやすい市場の整備、投資家の信頼が得られる市場の確立、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。

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ー

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。

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。

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意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

TS)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。

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ことが適当である。

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。

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 ~ 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。

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。

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。

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。

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（E D I N E T）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。

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

ては、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 ~ 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。

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明確化を図るべきである。

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。

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、不公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公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。

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 ~ 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、市場のメー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。