

証券市場の総合的改革

～豊かで多様な21世紀の実現のために～

平成9年6月13日

証券取引審議会

目 次

はじめに

証券市場改革のスケジュール

I. 改革の背景と目的

II. 改革の基本的方向

1. 漸進的規制緩和から抜本的市場改革へ

2. 市場の枠組み整備の重要性

- (1) 公正で信頼感のある市場の整備
- (2) 市場基盤の整備

III. 証券市場改革の進め方

1. 改革の全体像とスケジュール
2. 改革の手順の考え方

IV. 改革の具体的内容

1. 投資対象（魅力ある投資対象）

- (1) 総論
- (2) 多様な商品の提供の枠組み
- (3) デリバティブ商品の多様化
- (4) 投資信託の整備
 - ① 基本的考え方
 - ② 利便性の向上と商品の多様化
 - ③ 販売チャンネルの拡充
- (5) 株式等の魅力の向上
 - ① 基本的考え方
 - ② 株主を意識した経営
 - ③ スtock・オプション制度の一般的導入と自社株消却の促進
- (6) 有価証券定義の見直し
 - ① 有価証券定義の拡大
 - ② 金融サービス法等の検討
- (7) 証券税制

2. 市場（信頼できる効率的な取引の枠組み）

- (1) 総論
- (2) 特色ある多様な市場

（取引所市場の改善と取引所集中義務の撤廃、店頭登録市場の流通面の改善、未上場・未登録株の証券会社による取扱いの解禁、取引・

気配情報へのアクセスの改善、証券取引・決済制度の整備、貸株市場の整備 等)

- (3) 市場の効率化と株式の持合いの問題
- (4) 個人投資家の主体的な市場参加
- (5) 公正で透明な市場の枠組み
 - ①新たな商品・サービスに対応した公正取引ルール等の整備
 - ②行為規制違反の罰則強化
 - ③検査・監視・処分体制の充実・強化
 - ④自主規制機関の役割
 - ⑤紛争処理制度の整備・充実
- (6) ディスクロージャーの充実
 - ①基本的考え方
 - ②会計制度の見直し
 - ③公認会計士監査の充実・強化
 - ④ディスクロージャー情報へのアクセスの改善
 - ⑤投資家啓蒙活動の推進

3. 市場仲介者（顧客ニーズに対応した多様な投資サービス

- (1) 総論
- (2) 仲介者による多様な業務展開
 - ①專業義務の廃止
 - ②持株会社の活用
- (3) 株式売買委託手数料の自由化
 - ①株式売買委託手数料の完全自由化
 - ②手数料自由化の進め方
 - ③手数料自由化のスケジュール
- (4) 資産運用サービスの強化
 - ①資産運用業（投資信託・投資顧問）の強化
 - ②証券会社の資産運用サービスの充実
 - ③格付・評価機関、アナリスト、ファイナンシャル・プランナーの役割の
拡充
- (5) 仲介者の監督の在り方及び参入規制

- ①基本的考え方
 - ②参入規制の改革（証券会社の免許制から登録制への移行
 - ③銀行からの参入
- (6) 証券会社の健全性確保と投資家保護の枠組み
- ①基本的考え方
 - ②証券会社の健全性確保のための方策
 - ③証券会社退出の際の投資家保護の枠組み

V. 結び

- 「証券市場の総合的改革」の概要
-

はじめに

我が国証券市場を取り巻く環境は、金融の自由化・国際化の一層の進展、通信・情報処理技術の急速な向上、成熟化社会への移行等を背景に、著しい変化を示している。このような状況の中で、21世紀に向けて、中長期的視点から証券市場の整備を行うことが重要な課題となっている。

このような問題意識から、証券取引審議会は、証券市場、市場仲介者たる証券業及び証券行政の将来の在り方について、総合的な審議を行うために昨年6月に総合部会を設置した。

昨年11月には、内閣総理大臣より、21世紀を迎える5年後の2001年までに、フリー、フェア、グローバルの理念の下に我が国市場がニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場となって再生することを目指すという金融システム改革についての指示があり、大蔵大臣から当審議会に対し、それを達成するための証券市場において必要とされる施策についてのプランを策定するよう要請があった。

総合部会は、こうした経緯を踏まえ、合計23回の審議を行ってきた。その間、審議の節目節目において、それまでの成果を公表した。

まず、昨年11月には、我が国証券市場の問題点、改革に当たっての基本的考え方とビジョン、及び市場改革の方向性について総合部会の考え方を整理した「論点整理」を取りまとめ、公表した。また、1月からは、3つのワーキング・パーティ（投資対象WP、市場WP、及び市場仲介者WP）を設置し、論点整理によって与えられた枠組みに沿って、個別改革項目の具体的内容等についての審議を、延べ24回行った。それぞれのワーキング・パーティは、その報告を取りまとめ、5月16日に公表した。

さらに、デリバティブ取引については、デリバティブ特別部会において、合計16回にわたり審議を行い、5月20日にその報告を公表した。

今回の証券市場改革は、国民的な改革であるべきである。

それゆえ、「論点整理」及び各ワーキング・パーティの報告については、その公表後、直ちにインターネット等の情報媒体に掲載し、広く世の意見を

求め、多くの方々からコメントを頂いた。それに加え、投資家・発行体を含む市場関係者や有識者から広く意見を頂く試みとして、証券取引審議会の事務局が中心となり、いわゆる「500人行脚」と称する聞き取りを行った。このように、様々なチャンネルを通し頂戴した意見については、審議に際し参考とさせていただくとともに、事務局において取りまとめ、公表させて頂いた。ご協力頂いた方々に対し、感謝申し上げます。

また、国民的改革とするためには、現在、証券市場において提起されている様々な問題を克服して、国民の信頼を獲得していく必要がある。

証券取引審議会は、こうした多数の意見も踏まえ、3つのワーキング・パーティの報告及びデリバティブ特別部会の報告を土台とし、証券市場改革パッケージの全体像を、以下の報告のとおり提示する。改革が、この報告に示されている具体的なスケジュールに沿って進められていくべきであると提言する。

この改革を実施することにより、我が国市場がその魅力と競争力を高め、また、市場利用者にとって便利で信頼できる市場となることにより、21世紀に向けてますます大きくなるその役割への期待にこたえていくことを望みたい。

[\[次に進む\]](#)

[\[「証券市場の総合的改革」目次に戻る\]](#)

証券市場改革のスケジュール

	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度
I. 投資対象（魅力ある投資対象）					
(1) 新しい社債商品の導入	———	———			
(2) 証券デリバティブの全面解禁	———	———			
(3) 投資信託の整備					
①証券総合口座の導入	———				
②銀行等の投信窓販の導入	———	———			
③私募投信の導入		———			
④会社型投信の導入		———			
(4) 有価証券定義の拡大	———	———→		
(5) 企業活力の向上と資本の効率的利用の促進	———	———			
II. 市場（信頼できる効率的な取引の枠組み）					
(1) 取引所取引の改善と取引所集中義務の撤廃	———	———			
(2) 店頭登録市場の流通面の改善	———	———			
(3) 未上場・未登録株の証券会社による取扱いの解禁					
(4) 貸株市場の整備	———	———			
(5) 証券取引・決済制度の整備	———	———→		
(6) 検査・監視・処分及び紛争処理体制の充実	———	———→		
(7) ディスクロージャーの充実	———	———→		
III. 市場仲介者（顧客ニーズに対応した多様なサービス）					
(1) 株式委託手数料の自由化		———	———		
(2) 証券会社の専業義務の撤廃と業務の多角化	———	———			
(3) 持株会社の活用	———	———			
(4) 資産運用業の強化	———	———			
(5) 証券会社の健全性チェックの充実	———	———			
(6) 仲介者の参入規制の改革					
①免許制から登録制への移行		———			
②相互参入の促進（業態別子会社の業務制限の撤廃）	———	———	———		
(7) 破綻処理制度の整備					

①分別管理の徹底					
②寄託証券補償基金の充実					
<hr/>					
証券税制の見直し					
新金融行政体制への移行					

[\[次に進む\]](#)

[\[「証券市場の総合的改革」目次に戻る\]](#)

I. 改革の背景と目的

情報・通信技術や金融技術革新が急速に進展しており、金融・証券市場のグローバル化が進んでいる。こうした環境の変化は、取引を物理的・地理的制約から解放するとともに、市場の利便性を飛躍的に拡大させている。この結果、先進諸国において、個人レベルにまで多様かつ有利な資産運用の機会が広がり、ベンチャーなどに代表される新規産業への資金供給も進み、経済のダイナミズムの回復に大きな役割を果たしている。

我が国においては、高齢化社会を目前に控え、1200兆円の個人金融資産のより有利な運用が求められている。また、次代を担う新規産業への資金供給が重要になってきている。さらに、世界の貯蓄の大きな部分を生み出す国として、開発途上国を含む世界への円滑な資金供給という、国際的な役割を果たすことも必要である。こうした要請にこたえていくためには、金融システムの機能が適切に発揮されねばならない。中でもリスク・テイクとリスク分散に優れた証券市場の役割への期待は大きい。

過去において、諸外国では大きな改革の動きがあった。それに対して、我が国にあってはバブルの生成と崩壊の過程の中で、革新の動きが鈍り、この結果、証券市場の機能が十全に発揮されず、また、空洞化の懸念も生じてきている。今こそ、早急に国際的水準にまで我が国市場の魅力と競争力を高め、活力ある証券市場を構築し、我が国の投資家や資金調達者が新たな市場の持つ可能性を存分に享受できるようにする必要がある。抜本的・総合的な改革なくしては、来るべき21世紀において、我が国市場が利便性と魅力に富む国際的な市場とはなり得ず、ひいては我が国の経済の発展や円の国際化の進展に対しても悪しき影響を及ぼすおそれがある。

本年5月に成立を見た外国為替及び外国貿易管理法の全面的改正は、金融システム改革のフロント・ランナーとしての役割を担っており、我が国投資家、企業等が世界の市場を自由に利用することを可能とするものである。証券市場の改革は、外国為替制度の自由化により、我が国の市場がグローバル市場の一角に一層明確に位置付けられることを踏まえ、我が国市場を海外と

比べて遜色がないものとし、新たな取引や商品が海外で次々と生み出されているのと同様に、国内においても、こうした取引や商品が活発に開発・利用されるようにするものである。同時に、一般投資家や海外の利用者が、信頼感を持って我が国市場や仲介者を利用できるよう、公正性、透明性の確保に全力を挙げる必要がある。さらに、そうして活性化した我が国市場を含むグローバルな市場の中で、利用者に対し魅力ある商品・サービスの提供を担う我が国の仲介者も、その能力を十二分に発揮できるよう業務面の自由化を進めるものである。

[\[次に進む\]](#)

[\[\[証券市場の総合的改革\]目次に戻る\]](#)

II. 改革の基本的方向

そうした証券市場の再構築をどのように実現するかを提言することが、今回の証券取引審議会に課せられた課題である。

1. 漸進的規制緩和から抜本的市場改革へ

諸外国で抜本的な市場改革が進む中、我が国の証券市場は世界の先端から大きく立ち遅れてしまった。こうした遅れを取り戻すために、海外において活発に取引が行われているが、いまだ我が国において導入されていない商品・サービスの導入を図ることは急務である。しかし、単に海外で開発された商品を後追的に導入するだけでは、我が国の市場をニューヨークやロンドンと並ぶ国際的な市場とするという目的は達成し難い。先端市場との機能面での立ち遅れを解消するだけでなく、市場が発展する原動力をも市場自身が内包するような仕組みの構築を目標とすべきである。

従来、我が国においては、証券市場に新たな商品やサービスを導入する場合、海外で既に普及している商品につき、個別にニーズや投資家保護について検討した上で、コンセンサスが得られたものについて業界として導入を図る、という傾向があった。そうした方法は、試行錯誤の過程を省き、成功した商品・サービスのみを導入するという点で効率的ではあったが、利用者の選択の余地を狭めてきただけでなく、結果的には我が国の仲介者の横並び的行動を助長し、創意工夫を妨げてきた面がある。さらに、投資家に商品のリスクを周知徹底するというよりは、むしろ投資家をリスクから遠ざけることを主眼に置いた投資家保護の在り方は、ともすれば導入された商品やサービスについて、当局の「お墨付き」を得た安全なものとの錯覚を生み、市場参加者の主体的な判断や自己規律の精神をも弱めてしまったのではないかと懸念される。

金融のイノベーションが急速に展開する中で、我が国の市場がグローバルな市場の一角として発展していくためには、かつてのように、市場で提供さ

れる商品やサービスについて、行政が個別的に判定し、認知していくという方法は採り得ない。むしろ、商品・業務の導入自体を制限する規制は極力無くし、多様な創意工夫の発揮を促すべきである。そのためにはまず、事前的な商品・業務規制を極力無くし、市場規律が発揮される競争的な環境を整備することが必要となる。その上で、投資家や企業が提供される様々な商品・サービスを、的確なディスクロージャーを基に自らの判断で選択していくことにより、利用者のニーズに合致したものが自然に生まれ、育っていくようにすべきである。こうした市場原理に導かれた自律的な発展の枠組みを構築することが、我が国の証券市場の利便性と競争力を高め、ひいては我が国経済の活性化をもたらすとともに、世界的にも効率的な資金配分を達成していくこととなる。

単一のシステムから離れ、多様な競争を促していくという考え方や、業務制限的な規制から市場規律を重視した監督手法への転換は、米・英における改革にも共通する基本的な考え方である。こうした行政手法の転換は、金融・情報技術の発展やグローバル化に伴う自然な展開とも考えられる。こうした変革を通じ、ニューヨークやロンドンにおいては証券部門における雇用や所得の創出も大幅に増加し、国際的な地位を一層確実なものとした。我が国市場は、1200兆円の個人金融資産や大きな経済力及び仲介者の潜在的能力の高さといった、国際的な市場となり得る要件を有している。今後、市場原理を基軸とした様々な金融革新が生じる枠組みを整備するとともに、進んだ技術を持ち、きめ細かいニーズに対応し得る活力ある仲介者が活躍する市場とすることにより、我が国市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際的な市場とすることができよう。

2. 市場の枠組み整備の重要性

(1) 公正で信頼感のある市場の整備

極力自由な活動を許容する方向に行政が大きく転換する中で、公正で信頼され得る市場の構築がますます重要となってくる。自由な市場は各人の勝手気ままが衝突する無法地帯と化してはならず、市場原理が有効に働くために

は、競争が公正に行われなければならない。そのためには、まず、情報や交渉力の面で不利な立場にあり、また1200兆円の金融資産の保有者でもある一般の投資家が、不当な扱いを受けることがないとの信頼感をもって参加できる市場でなければならない。そうした環境の下で初めて、リスクを自ら評価し、選択するという投資家の投資判断が意味を持つ。また、国際的に開かれた市場にあっては、プロ同士の取引といえども、明確かつ透明なルールがあり、その適用が迅速かつ厳格に行われる必要がある。

公正さを担保するルールが守られているとの信頼感が市場にとって最も基本的な要素である。しかし、今回の市場改革が目指す市場原理に導かれた自律的な市場の発展の枠組みの中では、仲介者に対する業務制限的監督により市場の健全性を確保するという伝統的な手法は採り得ない。事前予防的行政から事後的チェックを中心とした行政への転換、とりわけ、ディスクロージャー及び公正取引に係るルールの整備やルールを実効あらしめるための監視・処分体制の充実が不可欠である。また、こうした体制の整備が基本ではあるが、刑罰等のペナルティーによって律していくだけでは不十分であり、刑罰等に至らない場合でも、不正や不当な行為によって被った金銭的な被害の補償等が得られるよう、民事的な紛争が、信頼できる形で、迅速に解決されることも重要である。刑事的な罰則や行政処分とともに、こうした仕組みの存在そのものが不公正な取引に対する抑止力となる。

しかし、司法的・行政的なプロセスによって解決できるようなルールの体系によってのみ、市場が成り立つものでもないであろう。法令の遵守は当然のこととして、様々な行為が自由になればなるほど、市場参加者には、自らの行為を自ら律していく、自己規律の精神が求められる。ディスクロージャーについて見ても、決められた事項さえ開示すればよいというものではなく、投資判断に有益と思われる情報を積極的に、かつ、できるだけ分かりやすく発信していくことが市場にとっても、また、自らにとっても重要である。不十分なディスクロージャーを行う者は、投資家から見放されていくことになる。

野放図な行為は結局は市場を壊し、長期的には行為者自らの不利益にもな

る。自由であるがゆえに、より高度な倫理が不可欠となる。こうした倫理観をいかに醸成していくかも我が国にとって重要な課題である。市場関係者は国民の証券市場に対する信頼を確かなものとしていくことに全力を挙げるべきである。

(2) 市場基盤の整備

行政は、ルール整備と並び、決済システムを始めとした、取引を支える市場の制度の整備においても重要な役割を果たさなければならない。

近年における技術革新により、従来は公的な主体による整備が必要と考えられてきた分野でも、民間活動として成り立ち得るケースが増えてきている。そうしたケースにおいては、利用者の選択の自由を極力確保しつつ、民間が主体となってインフラを整備していくことが適当であろう。

しかしながら、民間に委ねておいては、効率的又は十分な整備が期待できないと考えられる場合には、民間のイニシアティブを補完する形で行政が関与していくことも重要である。もちろん、公的な関与が市場インフラの発展を単一の枠組みに押し込め、新たな取組みの出現を阻害するようなことがあってはならない。

民商法、税法、会計制度等の枠組みも、市場のインフラとして重要な役割を担っている。規制緩和や決済システム等の制度面での整備が進み、市場がグローバル・スタンダードに収れんしていくにつれ、こうした基本ソフトともいべき分野が市場の利便性に影響を与えるものとして浮かび上がってきている。特に、市場のグローバル化が進む中で、伝統的に各国の固有の歴史や文化を背景として発展してきた基本的枠組みについても、取引の場所の選択を通じて、利用者自身が選択することができるようになってきている。その結果、金融取引に関しては、民商法や税制、会計制度についても、デファクト・スタンダード（事実上の規準）ともいべき枠組みが出来上がりつつあり、これと大きくかい離した仕組みを持った市場は、市場利用者、なかんずくプロの利用者から見放されていくこととなりかねない。

[\[次に進む\]](#)

[\[「証券市場の総合的改革」目次に戻る\]](#)

III. 証券市場改革の進め方

1. 改革の全体像とスケジュール

我が国証券市場の問題点は広範な原因に根ざしている。したがって、規制や制度の可否を個々に切り離して議論するのではなく、全体として市場原理を生かした発展を促すための枠組みを再構築するために総合的な改革を検討・実施すべきである。

さらに、行政手法を含む規制の枠組みを改革したり、市場の制度的基盤などの取引の枠組みを整備することは重要であるが、それだけで我が国市場の問題点がすべて解決するものではない。むしろ、こうした再構築を出発点としつつ、市場利用者、仲介者、運営者など市場に係わるすべての者が、その抱えるそれぞれの問題に応じ積極的に改革に取り組まねばならない。今回の証券市場改革は、そうしたそれぞれの改革の取組みをパッケージとして一体的に行うことを目指すものである。

当証券取引審議会は、この改革パッケージの全体像を下記のとおり提示する。その上で、個別改革項目の改革については、別表の具体的なスケジュールに沿って進められていくべきであると提言する。

2. 改革の手順の考え方

当審議会の基本理念に照らした証券市場改革を、最短の時間で最も効果的に成し遂げるためには、市場改革の手順等についても検討が必要である。

市場改革の手順については、下記のとおり考える。

- ① 創意工夫と適正な競争を通じ、自律的な市場の発展を促すという基本的な考え方からすれば、商品・業務等の多様化のための枠組みを整備することが重要である。商品・業務等の多様化のための枠組み整備があつてこそ、価格や参入の自由化が所期の効果を発揮できるものと考えられる。
- ② このような市場改革が進めば、様々な商品や取引が出現すると予想され

る。こうした新たに出現する商品やサービスに対しても、十分な投資家保護のための公正取引ルール等が適用されるよう、公正取引ルール等の見直し・強化を行う必要がある。さらに、参入や競争の促進に対応し、退出の円滑化のための破綻処理制度等の整備を含む投資家保護ルールの充実も、参入や競争の促進と同時にないしは先駆けて整備することが必要である。

こうした考え方を基礎とし、ある項目が他の項目の改革に及ぼす影響等を考慮し、当審議会としては、提示した改革項目のすべてをこのスケジュールに沿ってその法的な手当ての面まで含め、一体として成し遂げることが必要であると考えている。

また、法改正を要する項目については、今後、証券取引審議会・公正取引部会及び市場整備部会（仮称）において、その細目を検討し、できる限り早期に改革を実施に移すべきである。

[\[次に進む\]](#)

[\[「証券市場の総合的改革」目次に戻る\]](#)