

IV. 改革の具体的内容

以下、証券市場の改革の具体的内容とその背景となった考え方を、投資対象、市場、市場仲介者の三分野に分け、記述する。なお、個別改革項目の詳細については、当部会の下に設けられたワーキング・パーティの報告書を参照されたい。

1. 投資対象（魅力ある投資対象）

(1) 総論

投資家の多様化・複雑化したニーズにこたえられる、多様な投資商品の供給が可能な仕組みを構築することが必要である。これは資金調達手段等の多様化を通じて企業活力の向上にもつながると考えられる。多様な投資対象及び資金調達手段が提供される仕組みの整備は、市場活性化の基本的条件である。

(2) 多様な商品の提供の枠組み

このためには、事前的な取扱い規制を無くし、自由な商品開発を促していくことが基本である。商品の自由化という点では、社債については、既に商品性規制の撤廃等により多様な社債商品が出現してきている。しかし、海外で普及している商品でも、刑法・商法等の基本法との関係で問題があり、依然として、国内においてその活用が制約されている例も見られる。

例えば、

イ. ABS（資産担保型証券）が機動的に活用されるためには民商法等の特例が必要とされる。

ロ. MTN（ミディアム・ターム・ノート）については、従来、商法の解釈が必ずしも明確でなかったことから、国内での利用がほとんど行われなかった状況にあったが、先般、解釈の明確化等により、利用の促進が図られた。

今後とも、必要な法整備等を早急に進めることにより、多様な投資・資金調達手段を提供し得る環境整備を図るべきである。

(3) デリバティブ商品の多様化

店頭デリバティブ取引の活用については、賭博罪との関係の整理が必要となるが、こうした法的な整理を行うことにより、証券デリバティブを全面的に解禁し、様々な金融革新が生まれる環境を整備すべきである。

(4) 投資信託の整備

①基本的考え方

投資対象の中でも投資信託は、広範な層の投資家が証券市場へ参加することをより容易にし、投資家の資産運用に厚みと幅を与えるという点で重要な商品である。しかしながら、我が国の個人金融資産に占める投資信託の比率は、米国等と比べて低い現状にある。投資信託を従来にも増して魅力あるものとするためには、投資信託の利便性の向上、商品の多様化、販売チャンネルの拡充等、その制度の整備を図る必要がある。

②利便性の向上と商品の多様化

投資信託の利便性を高め、商品の多様化を進めるとの観点からは、

- イ. 証券総合口座の導入、
 - ロ. 私募投資信託の導入、
- を行うとともに、
- ハ. 会社型投資信託の導入
- についても検討を行うべきである。

③販売チャンネルの拡充

さらに、投資家の利便性の向上と新たな投資家層の拡大を通じた証券市場

の活性化といった観点からは、投資信託の販売チャンネルを拡充することが必要であり、銀行等の金融機関による投資信託の販売を導入することが適当である。

(5) 株式等の魅力の向上

①基本的考え方

ここで留意すべきことは、どのように商品の組成面で工夫を行っても、投資対象の魅力は、究極的には証券の発行体たる企業等にどれだけの魅力があるかによって決まる、という点である。資本を調達する側が資本を有効に活用でき、その果実を投資家に十分に還元する意志があって初めて、金融技術を駆使することにより、さらに魅力のある投資対象を生み出すことができる。

②株主を意識した経営

我が国の企業については、その低いROE（株主資本利益率）や額面配当を始めとする配当政策の面を捉え、株主を重視した経営が行われていないとしばしば指摘される。株主の拠出した資本を預かる企業としては、資本の効率的利用と、配当であれ内部留保による再投資を通じてであれ、利益を最も株主に有利な形で還元していく責任がある。

株式を多くの投資家にとって魅力のあるものとするためには、企業経営者が株主をより一層意識した経営を行うことが求められている。

③ストック・オプション制度の一般的導入と自社株消却の促進

今次国会で商法改正等により実現したストック・オプション制度や自社株消却促進のための特例についても、こうした観点に沿った積極的な活用が望まれる。

(6) 有価証券定義の見直し

①有価証券定義の拡大

提供される商品の種類の拡大に併せ、公正取引ルールの適用等の投資家保護のための措置が重要である。その観点から有価証券定義の見直しを行い、新たに出現してきた市場性のある投資商品を証券取引法による投資家保護の枠組みの中に取り込んでいくことが必要である。ただし、この場合でも、仲介者としてどのような主体を認め、どのような仲介者規制を課していくかについては商品ごとに検討していく必要がある。新しい商品の取扱いを証券会社に限定する必要は必ずしもない。

②金融サービス法等の検討

金融商品に係る投資家保護との視点から、証券取引法の有価証券の範囲を更に大幅に広げられないかとの議論もある。しかし、現行の証券取引法の体系が、投資性と市場性を兼ね備えた商品に対する適切な規制の方法として、公衆縦覧型のディスクロージャー制度と市場における高度な公正取引の確保を中心として構築されていることから、現行の証券取引法の体系のまま、その適用範囲を性格の異なる金融商品にまで拡大していくことは適当でない。今後、金融システムの全般的な改革において仲介者や投資商品・サービスの多様化が進んでいく中で、市場性の低い商品まで含め、様々な投資商品と金融サービスについてどのような投資家保護を図っていくべきかについての検討が必要となる。こうした観点からは、現在証券取引法の枠外にある投資商品と金融サービスをもカバーし得るよう、すべての市場参加者に横断的なルールを適用する新たな立法（いわゆる金融サービス法）等も視野に入れた検討が行われるべきである。

(7) 証券税制

税制も金融商品の供給コストやリターンを通じて、金融商品の選択や取引の態様に大きな影響を与える。市場原理が十分機能するためには、税制が様々な金融商品、金融取引に対して中立的であることが極めて重要であると考えられる。特に流通課税は、取引コストを高めることにより資産の組替えの妨げとなり、市場機能の発揮の上で障害となるほか、取引のグローバル化の

中で市場の空洞化のおそれなどの問題がある。証券取引審議会としては、市場の効率化と市場の国際的競争力強化の観点からは、有価証券取引税及び取引所税について撤廃の方向での検討を要請する。また、今後、デリバティブなど様々な商品が生まれてくることも踏まえれば、金融商品、金融取引に対する課税の中立性、リスクキャピタル供給の重要性等の観点から、利子、配当、キャピタルゲインなど金融商品から生ずる所得に対する課税の在り方についても検討すべきである。

[\[次に進む\]](#)

[\[「証券市場の総合的改革」目次に戻る\]](#)

2. 市場（信頼できる効率的な取引の枠組み）

(1) 総論

取引が行われる「場」においては、効率と公正の確保が何よりも重要となる。従来は、市場で資金調達ができる企業を選別し、かつ、取引を証券取引所等に集中させることが、効率・公正の両面で最も効果的と考えられてきた。しかし、電子通信技術の発展、金融技術の革新に伴い、様々な取引形態が可能となってきており、また、新規産業の育成のためにも、幅広い企業に証券市場での資金調達の機会を認めていくことが必要になる。公正という観点からも、従来のような取引所を中心とした仕組みでなくとも、取引の公正性を担保できる仕組みが構築し得る環境になってきている。さらには、市場のグローバル化によって、国内における制約があれば、取引が海外に流れてしまい市場が空洞化し、結局は効率も公正も実現できない結果になり得る点にも留意が必要である。

公正取引ルールを含む投資家保護ルールを定めた上で、できるだけ自由に取引ができるよう、様々な市場間で競争が行われていくことが必要である。この考え方は、改革の基本理念にも合致する。具体的には、以下のような措置を講ずべきである。

(2) 特色ある多様な市場

投資家の取引ニーズの多様化等に対応する観点から、

イ. 取引所市場については、取引所内における取引システムの見直し・改善に加え、取引所集中義務を撤廃し、上場銘柄の取引所外取引を認めることとする。

ロ. 店頭登録市場については、取引所市場の補完との位置付けを見直すとともに、流通面の改善策を実施することにより、その機能の強化を目指すこととする。

ハ. 未上場・未登録株の証券会社による取扱いについては、取引の公正性確保のためのルール整備を図った上で認めることが適当である。

市場を巡る基盤整備として、
ニ. 取引・気配情報へのアクセスの改善、
ホ. 証券取引・決済制度の整備、
ヘ. 貸株市場の整備
等を進めていく必要がある。

こうした一連の施策の結果、様々な資金調達者、投資家が、それぞれの多様なニーズに従って市場を選択する幅が広がるとともに、そうした市場が相互に競争し合うことにより、全体としての市場システムの効率化・機能強化が図られることが期待される。

(3) 市場の効率化と株式の持合いの問題

市場の枠組みを競争的にすることは、利用者の取引における利便性の向上に資するのみならず、効率的な価格形成の達成も目的とするものである。効率的な価格形成を通じ、企業の利益の将来的な見通しを始めとする企業に対する市場参加者の評価が、その株価や債券価格に集約され、ひいてはそれが資金調達や投資判断に影響を与え反映されることにより、市場原理に基づく効率的な資源配分が実現されていく。また、株価等が経営者の評価につながることにより、資本の一層効率的な利用や企業の競争力の強化のための圧力にもなる。

我が国市場については、企業間取引の安定・強化や企業経営の安定化などを目的とした、企業による広範な株式の持合いの存在が指摘されており、それが株式市場の機能の適切な発揮を損なっている我が国市場の特殊性としてしばしば取り上げられる。

この問題に関しては、非金融的な動機による株式保有を排除する必要はなく、株価の形成にゆがみをもたらしているとまでは言えないのではないかと、また、経済合理性のない持合いは自然と解消に向かっている、との指摘がある。

他方、そうであったとしても、持合い株式については株主の立場からの手

チェックが不十分となりがちであり、コーポレート・ガバナンスを弱めているのではないか、また、個々の経営政策的な要因に基づく投資尺度を市場に持ち込むことにより、純投資家の株式への投資意欲を阻害するなど、市場機能のメカニズムの発揮を妨げている面がある、という意見がある。

持合いに関する議論で証券市場にとって最も重要な観点は、それが市場原理を通じた資源の最適配分と資本の効率的な利用などを阻害していないかという点である。その観点からは、持合いによる保有といえども、株主として資本のリターンを常に検討し、経営に対するチェック機能を有効に働かせることが要請される。

(4) 個人投資家の主体的な市場参加

多様な商品が提供される市場で、市場機能が十分に活用されていくためには、投資対象のリスクとリターンを厳しく判断する投資家の存在も不可欠である。適合性原則をはじめとした仲介者の顧客に対する義務をいささかも軽減するものではないが、個人投資家にあっても自らの資産を自らの判断によって主体的に運用していく態度の確立が望まれる。

(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

市場の公正さ、透明さの確保は、こうした自主的な投資判断を促す上での前提と言える。

今後、新たな商品やサービスが開発・導入され、取引が高度化・複雑化していく中において、投資家にとって信頼され得る市場とするための公正取引ルールの整備を進めていくことが極めて重要である。証券会社の業務範囲の拡大、インターネットを始めとする電子取引の利用の拡大、有価証券関連店頭デリバティブ取引の導入等に見られる取引形態の多様化等に対応し、利益相反行為の防止、相場操縦禁止やインサイダー取引禁止等について、関連するルールを拡充・整備していくことが必要である。

②行為規制違反の罰則強化

また、それに加え、証券取引法の行為規制違反に対する罰則についても再考することが適当であり、中でもインサイダー取引について、罰則の強化を図ることが適当である。

③検査・監視・処分体制の充実・強化

こうした行為規制の実効性を担保するための執行面の整備として、証券取引等監視委員会の機能強化を始めとする検査・監視・処分体制の充実・強化が要請されるとともに、証券市場の自由化に適應した検査・監視手法を確立していくことが求められている。

なお、検査・監視の実効性を担保する観点からは、検査・監視当局への虚偽報告等に対する罰則の強化を図ることも検討すべきである。

④自主規制機関の役割

高度に専門化し、急速に変化する市場にあつては、法令のみによっては、イノベーションを促進する自由と、公正さを担保するルールとの間の適切なバランスを取っていくことが困難な面がある。他の先進市場においても、刑事・行政的な検査・監視・処分体制と、個々の仲介者等の倫理と自己規律の精神との間を埋めるものとして、法律に裏付けられた自主規制機関が活用されている。自主規制機関は、仲介者を会員としつつも、適切な行為規範を確立し、会員にその遵守を求めること等を通じて、市場と仲介者に対する利用者の信頼を高める立場にある。そうした努力が、長期的には仲介者自身の利益をも増進することになる。我が国においても、より自由な環境の下で、自主規制機関がその役割を適切に発揮していくことがますます重要になる。

⑤紛争処理制度の整備・充実

今後民事上の紛争が増加する可能性に備え、証券取引法上の自主規制機関によるあっせん等の制度を法制化するなどにより、紛争処理手続の整備・充

実を行うことが適当である。

(6) ディスクロージャーの充実

①基本的考え方

投資家の主体的な投資判断により市場原理を有効に働かせるとともに、紛争を未然に防止するため、投資対象のリスクとリターンを事前に投資家に十分周知しておくことが重要であり、透明で公正なディスクロージャーの充実に積極的に進めていくべきである。

②会計制度の見直し

具体的には、

イ、多角化、国際化した集団の企業活動について、リスクとリターンの関係が投資家に対しより明示されるよう、ディスクロージャーの枠組みを連結主体へと転換するとともに、

ロ、21世紀に向けた会計上の重要課題である時価基準の在り方を含めた金融商品に係る会計基準、将来の企業年金の支払のための積立状況をディスクローズする企業年金に係る会計基準

等の検討を進めることが必要となる。こうした検討を通じ、国際的に遜色のない会計基準・開示内容を整備することが必要である。これについては、企業会計審議会において、本年6月6日に連結財務諸表制度の見直しに関する意見書が取りまとめられ、実施に向けての諸整備が進められることとなっている。また、その他の課題についても検討が行われており、今後の審議を推進すべきである。

③公認会計士監査の充実・強化

また、会計・ディスクロージャー制度の整備と同時に、会計基準等の整備に対応して開示内容の適正性が担保されなければならない。こうした観点から、コーポレート・ガバナンスの向上に向けて公認会計士監査の充実・強化が進められる必要がある。これについては、本年4月24日に、公認会計士

審査会から、監査の充実に向けて10項目の具体的施策に係る提言が示されたところであり、今後、日本公認会計士協会等における具体的施策の実施が求められる。

④ディスクロージャー情報へのアクセスの改善

ディスクロージャー情報は、何よりも、投資家により利用され、理解されなければ、適切な投資判断には貢献しない。ディスクロージャー情報へのアクセスを容易にし、市場に関連する各種の情報産業・情報サービスを育成するとの観点からは、ディスクロージャーの電子化、インターネットによる情報の提供などを実施すべきである。これについては、システム設計のための準備が進められており、今後とも、早期実現に向けて対応を進めるべきである。

⑤投資家啓蒙活動の推進

また、個人投資家に向けた施策として、投資家がこうしたディスクロージャー情報の持つ意味を正しく理解して、自己の判断で主体的な市場参加を行うことを可能とするためには、投資家啓蒙活動を一層拡充していくことが望まれよう。

こうした観点からは、例えば、投資クラブに見られるような投資家が株式や証券市場の仕組み等について自己啓発を行う取組みについては、これを伸ばしていくことが求められている。また、教育関係者の理解も得て、証券教育を含む広範な投資家・消費者教育の充実が図られていくことを期待したい。

[\[次に進む\]](#)

[\[「証券市場の総合的改革」目次に戻る\]](#)

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

市場や商品の環境整備が行われる中で、実際にイノベーションの担い手となるのは仲介者であり、仲介者の役割がますます重要となってくる。特に、今後、証券市場改革が進む中で、顧客のニーズを敏感に取り入れ、多様で価値ある商品・サービスを開発・提供していく活力ある仲介者がより多く生まれてくる枠組みを整備することが必要である。仲介者が、新たに参入することも含め、活発に競い合うことにより、利用者へのサービスの向上が図られる。

(2) 仲介者による多様な業務展開

① 専門義務の廃止

多様なサービスの提供のためには、証券会社が様々なサービスを組み合わせ、あるいは切り離し、また従来証券業務に関連していると位置付けられてきた業務以外の業務とも組み合わせ、提供していけるような法的な枠組みが必要である。どのような業務が証券業務の一層効果的な遂行に役立つか、あらかじめ見通すことは困難である。したがって、証券業務の遂行に特段の支障を生じるおそれが大きくない限り、どのような業務展開も可能となるよう規制の見直しを行い、専門義務を廃止し、業務の多角化を認めるべきである。

② 持株会社の活用

証券会社の専門義務の見直しの結果、本体あるいは子会社を通じた業務の多角的展開が可能となる。また、持株会社が我が国において認められることにより、特に証券市場の仲介者にとっても、多様な業務展開と経営の効率化のための有効な選択肢が更に与えられることとなる。本体あるいは子会社において行うことが必ずしも適当でないと考えられる業務についても、有効なリスクの遮断を図った上で、持株会社の活用により、できるだけ自由に業務展開ができるようにすべきである。なお、証券会社本体に対する適切な監督

の実効性を担保するため、証券会社を保有する持株会社等に対する報告徴取、及び検査の権限等についても検討すべきである。

(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

多様なサービスの提供を促進していくために、法的枠組みを用意することに加え、多様な業務展開のためのインセンティブを提供すべきである。こうした観点から、業務の多角化を認めて業務展開の自由度を保証した上で、手数料の完全自由化を進めるべきである。これにより、顧客は様々なサービスと価格の組み合わせを選べるようになり、投資家の利便も著しく向上することとなる。

②手数料自由化の進め方

手数料の自由化は、証券会社のみならず、投資家を始めとする市場参加者に大きな影響を及ぼすものと考えられるので、市場改革全体の枠組みの中で位置付けられる必要がある。特に、その中でも取引所集中義務の撤廃やラップ・アカウントの導入などについては、手数料の自由化と密接に関連していることに留意すべきである。さらに、市場のグローバル化が進展する中で、98年4月には、改正外為法が施行されることも念頭に置く必要がある。

こうした点を考慮すれば、株式売買委託手数料の完全自由化は、以下のスケジュールに沿って実施すべきである。

③ 手数料自由化のスケジュール

まず、98年4月に売買代金5千万円超にかかる部分を自由化し、その後、業務の多角化等のための環境整備や新商品の導入及び所要のシステム対応などが図られた上で、99年末には手数料の完全自由化が実現されていることが適当である。システム対応等には相応の準備期間を要すると思われるが、その場合であっても、できるだけ早期に完全自由化が行われることが、市場

利用者にとっても、市場にとっても望ましいので、市場関係者の努力を期待したい。

(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

今後の証券市場の発展を展望すれば、投資家に対しては個々の投資家の資産運用ニーズを的確に捉えたサービスの充実が、資金調達者に対しては様々な資金調達手段等を駆使した財務構成の最適化等が仲介者に期待される。資産運用サービスについては、投資信託委託会社、投資顧問業者といった資産運用業者が、専門家として投資家の期待にこたえられるよう、今後とも一層の運用能力の強化を図ることが重要である。

さらに、例えば、

イ. 投資信託に係る運用指図の外部委託の解禁、

ロ. いわゆる私募投資信託の導入、

ハ. 未上場・未登録株式の投資信託への組み入れ解禁

等により、投資信託のより効率的な運用が行い得る仕組みを構築していくべきである。

②証券会社の資産運用サービスの充実

証券会社についても資産運用サービスの充実が求められる。特にラップ・アカウントは、証券会社の手数料獲得目的の短期売買の危険が少ないなど、投資家のメリットが大きく、米国においても広く利用されるようになっていく。また証券会社にとっても、ラップ・アカウント方式の資産運用サービスは、営業の多様化につながり、手数料自由化後の証券会社の提供サービスの高付加価値化を支える業務の一つになり得ると期待される。したがって、証券会社の投資一任勘定が禁止された経緯等を踏まえ、不正行為防止及び利益相反防止等のためのルールを整備しつつ、ラップ・アカウントを導入していくことが適当であると考えられる。

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

個人投資家を始めとする投資家に対し、投資情報を分かりやすく提供する格付・評価機関、アナリスト、ファイナンシャル・プランナーといった市場における情報仲介者も一層大きな役割を果たすことが期待されている。これら情報提供機関等は、その業務の独立性や中立性を維持しつつ、さらに専門性を高めていくことが求められている。

(5) 仲介者の監督の在り方及び参入規制

①基本的考え方

仲介者の創意工夫をできるだけ促す観点から、仲介者の監督に当たっては、事前予防的な制限は極力なくすべきである。このため、業務方法書等の認可制等は廃止すべきである。また、新たな参加者が、新しいアイデアや技術と活力を証券市場に持ち込んでくることは、仲介機能の強化という観点からも必要なことである。

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）

意欲と能力のある者の証券業への参入が抑制されるようなことがあっては、証券市場の活力を維持することは難しい。証券会社が創意工夫を発揮して、多様で魅力あるサービスを開発、提供していくことが何よりも求められている。参入規制は、できるだけ自由な参入が保証される仕組みとすべきである。

むしろ、この場合でも、証券会社は顧客の証券市場へのアクセスを提供する役割を有していることから、顧客の信頼にこたえ得る存在であることが求められる。証券会社に求める資質を単純に引き下げることによって参入の促進を図るべきでないことは言うまでもない。証券会社が業務を誠実、確実に行っていく上で、財務面や人的な面において必要最低限の水準を満たし、維持されることが求められるのは当然のことである。また、求められる水準は、業務の専門性や必要リスク管理の程度によっても異なるであろう。

投資家、資金調達者のこうした期待に沿った証券会社が出現するための制度としては、証券会社の専門義務の廃止や顧客資産の分別管理の徹底等の制度整備がなされることを勧告すれば、必要最低限の資質と業務水準を満たし、維持することは担保される必要があるが、現行の免許制を改め、登録制を原則とすべきである。

その上で、例えば店頭デリバティブ業務や引受業務など、業務の専門性やより高度なリスク管理が求められる特定の業務については、必要な仲介者の質を確保する観点から、認可制とすることを検討すべきである。

また、資産運用業においても、競争を一層促進しつつ必要な投資家保護を担保する観点からは、証券会社に対する参入規制改革の考え方も踏まえれば、業務の専門性が要請されている資産運用業である投資信託委託業及び投資顧問業における投資一任業の参入規制についても、認可制とすることを検討すべきである。

③ 銀行からの参入

金融の自由化、国際化、証券化等の進展を背景に、93年の金融制度改革により、銀行、証券、信託間の相互参入が実施されている。その中で、銀行による証券業務への進出については、銀行経営の健全性の維持や利益相反による弊害の防止等の観点から、本体による参入ではなく、業態別子会社方式による参入が基本とされている。

また、金融制度改革の円滑な実施を図る観点から、参入は、漸進的、段階的に推進していくこととされ、銀行系証券子会社については、原則として、新規設立に限定するとともに一定の業務が当初の業務範囲から除かれている。

この業務範囲については、本年3月末の政府の規制緩和推進計画の再改定において見直され、

イ、97年度下期より、新たに、エクイティものの流通業務、株価指数先物・株価指数オプション取引（但し、現物株式の受渡しを伴う取引を除く）を解禁する、

ロ、残余の業務制限の見直しについても、金融システム改革全体の中で完了させることとされた。

金融システム改革においては、証券会社の専業義務の廃止等、業務の多様化・差別化といった競争条件が整備され、銀行についても、商品・業務・組織形態の自由化・多様化が進んでいくことが見込まれている。また、独占禁止法において禁止されている持株会社についても、法改正等により認められ、持株会社方式での相互参入も可能になることが予定されている。

こうした状況を踏まえ、この残余の業務制限については、99年度下期中に、撤廃することが適当である。また、それまでの間は、銀行が持株会社を利用して参入する場合でも、子会社の場合と同様の考え方が適用されるべきである。

なお、こうした制度改革が実現した暁には、金融制度改革の過程で設立された銀行の証券子会社と国内一般証券会社を金融制度上区別する必要はなくなる。

ファイアー・ウォールについては、利益相反による弊害防止、競争条件の公平性確保等の目的に照らし、これまでの経験を踏まえつつ見直されるべきである。また、業務範囲が拡大する中で、ファイアー・ウォールの実効性を担保するための検査・監視体制の在り方についても、検討していくべきである。

銀行の証券業務への参入の関連では、従来から、銀行の株式大量保有とそれに伴う企業への影響力の問題が論じられてきた。これについては、銀行が特別な影響力を持ち得るような状況ではもはやなく、株式の持合いも経済合理性の無いものは解消に向かっているとの意見もあったが、影響力の議論の当否にかかわらず、銀行が余りに大量の株式を保有することは、銀行経営の健全性や株式市場への影響という観点から、決して望ましいことと言えない。持株会社制度の導入が、銀行本体での株式保有を解消ないし低減する方向での、株式保有の見直しの一つの契機となることを強く期待したい。

(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

参入規制等の事前予防的観点からの諸規制を緩和・撤廃しても、投資家や企業が証券市場を利用するためには証券会社等を介する必要がある。仲介者が信頼を失ってしまえば、市場自体が機能しなくなるという点には留意すべきである。仲介者が取引ルールを守り、その特別な立場を利用した不正等を行わないよう、必要な監視が機能するような仕組みが必要である。仲介者にとっては、市場の担い手としての責任を自覚し、法令等で要求されている以上の水準の規律を自らに課していく姿勢が望まれる。

また、業務や参入の自由化を始めとした広範な改革を行う中で、円滑な退出の確保という点も重要である。証券市場に参加している投資家が、証券会社の退出により不測の損害を被ることがあってはならない。

②証券会社の健全性確保のための方策

こうした観点からは、証券会社の業務及び経営の健全性を確保していくため、自己資本規制を、実際のリスクをよりの確に反映するように見直すとともに、証券会社の経営内容のディスクロージャーを充実するなどの業務及び財務の健全性のチェックの充実を図っていくべきである。また、こうした健全性チェックの実効性を確保するために、各種の報告や検査における虚偽や隠蔽等に対しても、厳格な行政処分等を行うことが必要である。

③証券会社退出の際の投資家保護の枠組み

また、仮に経営上の問題等により退出の止むなきに至った場合でも、退出の過程で投資家が不測の損害を被ることの無いよう

- イ. 顧客資産の分別管理の徹底、
- ロ. 寄託証券補償基金制度の充実

等の破綻処理を含む退出に関連する制度の整備が必要である。

[\[次に進む\]](#)

[\[「証券市場の総合的改革」目次に戻る\]](#)

V. 結び

以上のような改革を実現させれば、我が国の市場は、制度面において、欧米と比べて遜色の無いものとなる。しかし、制度や監督の仕組みの改革のみによって、証券市場が活性化し、我が国経済自体の活力維持に貢献するという、究極の目的の達成が保証されるわけではない。以下のような点についての取組みいかんが、我が国市場の在り方を最終的には決定付けると考えられる。

一つは民商法等の基本法制の問題であり、我が国の伝統的な価値観や社会の有り様とも調和を図りつつ、いかに国際的な取引慣行等に見合った形でこれを整備し得るかという点である。これについては、我が国と似た法体系を持つドイツやフランスにおける市場活性化のための最近の法制度の整備状況も参考としつつ、整備を図っていくことが必要である。また、透明・明確なルール整備とその迅速かつ厳格な適用が行われるためには、司法面での受け皿が充実されていくことが望まれる。

今一つには、市場の効率化と市場としての国際競争力維持の観点からの証券税制の在り方の問題である。市場にとって望ましい税制についての本報告の提言をも踏まえ、税制調査会等の場において早急に検討が行われることを期待する。

しかしながら、市場の再生において最も基本的なことは、我が国の仲介者、企業、投資家が新たに獲得した自由をどう活用するかである。自由で効率的な市場の枠組みが真の活性化をもたらすかどうかは、最終的には、市場参加者の行動にかかっている。改革後の証券市場の枠組みの中で、仲介者がダイナミズムと創意工夫を発揮し、証券市場の中核として活躍することが期待される。また、自由には規律と責任が伴う。すべての市場参加者が自由を最大限に活用し、主体性と高い倫理観に裏打ちされた規律をもって行動することが望まれる。

証券取引審議会としては、我々国民のこうした能力と意識を信じたい。今

後、改革の具体化を図っていく過程において検討すべき細目も残されてはいるが、引き続き広く国民の意見を反映した上で、行政において制度整備を早急に行うことを要請する。これにより、我が国証券市場の発展の基盤が整い、公正で活力のみなぎる経済社会を創造していく礎が築かれることを期待したい。

[「証券市場の総合的改革」目次に戻る](#)