

市場機能を中核とする金融システムに向けてー

金融審議会金融分科会第一部会報告

平成15年12月24日

金融審議会金融分科会第一部会所属委員等名簿

平成15年12月現在

部 会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委 員	池 尾 和 人	慶応義塾大学経済学部教授
	岩 原 紳 作	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	嘉 治 佐保子	慶応義塾大学経済学部教授
	斎 藤 静 樹	明治学院大学経済学部教授
	島 崎 憲 明	住友商事代表取締役常務
	成 川 秀 明	連合参与・連合総合生活開発研究所上席研究員
	西 村 清 彦	東京大学大学院経済学研究科教授
	藤 田 太 寅	関西学院大学総合政策学部教授
	淵 田 康 之	野村総合研究所資本市場研究部長
	臨 時 委 員	東 英 治
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
専 門 委 員	板 谷 正 徳	野村証券常務執行役
	高 橋 厚 男	日本証券業協会副会長
	田 口 弥	日本生命代表取締役副社長
	永 易 克 典	東京三菱銀行常務取締役
	安 田 新 太 郎	UFJ信託銀行副社長執行役員
	吉 野 貞 雄	東京証券取引所代表取締役専務
		〔計20名〕
幹 事	前 原 康 宏	日本銀行企画室審議役

(敬称略・五十音順)

金融審議会金融分科会第一部会の審議経過

第9回会合

平成15年9月25日(木)

証券決済システム改革の進捗状況
ディスクロージャー・ワーキング・グループの検討状況
証券市場の改革促進プログラムの進捗状況

第10回会合

平成15年10月17日(金)

投資教育のあり方について
投資サービスにおける投資者保護のあり方
市場監視機能強化

第11回会合

平成15年11月5日(水)

投資教育のあり方について
投資サービスにおける投資者保護のあり方
市場監視機能・体制強化

第12回会合

平成15年11月21日(金)

市場監視機能・体制強化
投資教育のあり方について
投資サービスにおける投資者保護のあり方
その他

第13回会合

平成15年12月9日(火)

論点メモ
証券取引法第65条について(銀行等への証券仲介業の解禁)

第14回会合

平成15年12月19日(金)

銀行・証券の連携強化について
第一部会報告書(案)について

第15回会合

平成15年12月24日(水)

第一部会報告書(案)について

目 次

はじめに	・・・ 1
1．市場間競争の制度的枠組み	
(1) 基本認識	・・・ 2
(2) 改革の方向性	・・・ 4
(3) 市場間競争の担い手の姿	・・・ 6
2．ディスクロージャー制度の整備	
(1) 目論見書制度の見直し	・・・ 8
(2) 公開買付制度の見直しなど	・・・ 11
3．市場監視機能・体制の強化	
(1) 市場監視機能	
基本認識	・・・ 13
課徴金制度の導入など	・・・ 15
民事責任規定の見直し	・・・ 17
(2) 市場監視体制	
行政の体制	・・・ 17
自主規制	・・・ 19

4 . 投資サービスにおける投資家保護のあり方	
(1) 基本認識	・ ・ ・ 20
(2) 改革の方向性	・ ・ ・ 22
5 . 投資教育のあり方	
(1) 基本認識	・ ・ ・ 24
(2) 改革の方向性	・ ・ ・ 26
6 . 銀行・証券の連携強化	
(1) 基本認識	・ ・ ・ 27
(2) 現行制度の今日的意味	・ ・ ・ 28
(3) 証券仲介業	・ ・ ・ 30
(4) 弊害防止措置の方向性	・ ・ ・ 32
おわりに	・ ・ ・ 33

市場機能を中核とする金融システムに向けて

はじめに

昨年に引き続き、金融審議会金融分科会第一部会では、日本版ビッグバンの成果を検証しつつ、金融システムと行政の将来ビジョンや証券市場の改革促進プログラムが示した方向性を念頭に、具体的な制度問題の審議を行った。

取引所のあり方に関するワーキング・グループでは、ビッグバン改革以降の市場間競争の実情を踏まえ、それが制度の問題か運用の問題かを見極めた上で、日本の現実に即した制度的枠組みの見直しを提言している。

ディスクロージャー・ワーキング・グループでは、市場入門商品としての投資信託の目論見書を投資家のニーズに応じて提供する仕組みをはじめ、所要の改革を提言している。

当部会本体では、

- ・市場への信頼を確立するための、新たなツールの導入による市場監視機能の強化と、強化された機能を有効に担っていくための自主規制を含めた監視体制。

- ・投資サービスの経済効果に応じた投資家保護のあり方（当面の課題として、組合型投資スキームへの証券取引法の適用）

- ・市場機能を中核とする金融システムへ再構築していくための、国民意識の変革に向けた投資教育のあり方。

- ・銀行・証券の連携強化方策

につき検討し、以下のような結論が得られた。

1．市場間競争の制度的枠組み

（1）基本認識

ビッグバン改革においては、東京市場をニューヨーク、ロンドン並みの国際市場とすることを目指し、仲介者の新規参入や業務の自由化のみならず、市場間の競争を促進するため、

取引所集中義務を撤廃し、取引所外取引の場としてPTS（私設取引システム）を導入

店頭市場を取引所市場と同等の存在として証券取引法に位置づけ

未上場株式の取引の場としてグリーンシートを創設（証券業協会規則）

といった措置を講じた。これらは米国において、インスティテット

のようなP T Sの成長が取引所との競争を促したこと、ナスダック店頭市場がニューヨーク証券取引所に匹敵する存在として活況を呈していること、未上場株式のピンクシートでも広範に取引が行われていることを意識し、企業にとっては成長段階に応じた資金調達の間、個人にとっては多様で魅力ある運用対象を提供しようとするものであった。

取引所集中義務の撤廃に際しては、米国と異なり、顧客にとって最良の執行となる市場に注文を自動回送するシステムが存在しないことなどから、顧客が取引所外と明示しない限り取引所において執行する（取引所取引原則）こととし、かつ、P T Sの価格決定方法も法令で限定して取引所との差別化を図った。現在に至るまでP T Sでの株式取引が低迷しているのは、取引所（とりわけ東京証券取引所、以下「東証」という。）の流動性、利便性が高いこともあるが、制度的に取引所を優先していることにも原因があるとの指摘がある。

店頭市場は、その後ジャスダックと呼ばれて認知度が高まり、新興企業の資金調達の間として普及したが、元来、証券会社の店頭での相対取引が発展したものであるため機能面の制約があり、かつ、

取引所と重複上場できないため、有力企業にとっては取引所上場までの経過的市場となっている。こうした状況を打開すべく、ジャスダックが自身の取引所化を指向しているのは、既存取引所と重複上場しながら市場間競争を促進していくものとして評価できる。

グリーンシートは、未だ認知度が低く、中小企業の一般的な資金調達の間とはなっていない。ただ、グリーンシート銘柄への投資家は、ほとんどが縁故増資に応じた個人であり、それまで株式投資の経験に乏しく長期保有傾向が強いため、逆にいえば、潜在的にグリーンシート公開が可能な全国の膨大な数の中小企業が、今後実際に活用するようになれば、新たな個人投資家の裾野が大きく広がる可能性がある。

(2) 改革の方向性

取引所外取引の拡大は、取引所自身の効率経営に向けたインセンティブを高め、市場間競争を実効あらしめることが期待される。このため、制度面でビッグバン改革を一步進め、取引所とPTSの競争条件のイコールフットィングを確保する必要がある。具体的には、取引所取引原則を見直して証券会社の最良執行義務を導入するとと

もに、PTSに取引所と同じオークションによる価格決定方法を認めることが望ましい。

最良執行義務の内容としては、大多数の投資家にとって取引所で執行することが利益に合致している実情を踏まえ、価格のみならず、コスト、スピード、執行可能性などさまざまな要素を総合的に勘案して執行する義務とし、具体的な執行方法は証券会社自らが定めて顧客に示す、そしてその通りに執行されているかどうか検証するための報告・公表を一層充実させることが考えられる。こうした義務であるから、例えば、価格のみに着目して事後的に最良になっていなかったとしても、そのみをもって当局から義務違反を指摘されるような性格のものではない。

また、PTSにつき、取引所同様のオークションを導入すれば、機能は取引所と同じになるため、一定の取引量を超えたところで取引所としての免許を要するし、公開買付制度の適用除外や相場操縦規制の適用、PTS自らの売買審査といった論点も整理していく必要がある。なお、債券や未公開株式は、店頭取引中心で取引量による区別が難しいため、量的基準を適用除外する必要があるろう。

制度としての店頭市場は、ジャスダックが取引所化すれば不要に

なるが、グリーンシートその他の自然発生的相対取引についての一定のルールを備えた受け皿になり得るため、当面存置しておいて差し支えないものと考えられる。

グリーンシートは、ビッグバン改革に際しての店頭市場と同様、証券取引法に規定して国民の認知度を高め、不公正取引ルールを適用して信頼性を高めることが先決である。一方、ディスクロージャーについては、現在と同じく証券業協会の自主規制によることを基本にして、参入障壁を高めず自由度を維持していくべきである。

加えて、グリーンシート銘柄への投資については、株式譲渡益がある場合の投資額の所得控除など、一定の政策支援を行うことが望ましい。

(3) 市場間競争の担い手の姿

東証への取引の集中傾向が続いているのは、市場参加者が流動性、利便性を求めたが故の自然な帰結という側面がある。上場企業も、東証以外での取引が成立しにくいために重複上場を見直す傾向にあり、一極集中が加速する循環構造になっている。

一方、市場間競争を促進するためには、有効な対抗勢力が存在し

た方が、東証自身も効率経営に向けた不断のインセンティブが働き、ガバナンス上有効と考えられる。

こうした観点から、ジャスダックの取引所化を契機に、ジャスダックと東証以外の取引所との連携が重要との指摘や、ジャスダックを含む新興市場間の取引ルールの統一や統合を目指すべきとの指摘があった。市場間競争の担い手の具体的な姿を推奨することは行政の任ではないが、こうした課題については、今後関係者間で、利用者利便を踏まえた前向きな検討が行われることが望ましい。

また、米国における非上場取引特権制度については、既存の上場銘柄の取引がPTSで行えるのであれば、その銘柄を上場していない取引所での取引も行われて然るべきとの指摘があったが、仮にこの制度を導入しても、市場間競争にはつながらず、地方証券取引所が活性化されるとは考えにくいという意見が多かった。

昨年、当審議会は、クロス・ボーダー取引の増加や国際的な市場間競争の高まりを踏まえ、取引所のクロス・メンバーシップなど、積極的な海外展開を可能とするための制度整備を提言した。今回提言する市場間競争の枠組みの整備は、国内市場の効率性・利便性向

上や国際的な規制の調和を目指すものであり、昨年の提言と併せ、日本市場の国際的競争力の向上や国際的な資本市場の利便性につながるものであると考えられる。関係者の積極的取組みを期待したい。

２．ディスクロージャー制度の整備

（１）目論見書制度の見直し

ディスクロージャーは、証券発行者にとって、自由に資金調達を行うためのコストであるが、ベネフィットに比してコストが過重であったり、投資家にとっても煩わしく感じられるのであれば、仕組みそのものを見直すべきである。また、ディスクロージャー制度は歴史的に、株式投資家にとって有益な情報を開示させることが出発点であったが、社債、投資信託、さまざまな証券化商品など商品特性に応じた開示のあり方は不断に追求していく必要がある。とりわけ投資信託については、ビッグバン改革において株式と同様に目論見書の作成・交付を義務づけたが、両者の商品特性はかなり異なっている。もとより現行制度は、これまでの歴史のなかで、有効性を検証され、相当に洗練された体系となっているが、投資家の判断にとって真に有益な情報が過不足なく提供されているかどうかについては改善の余地がある。

市場入門商品である投資信託の目論見書については、まず、投資家のニーズに応じた情報入手を容易にするために、有価証券届出書の記載内容を、

必ず投資家に交付しなければならない部分（目論見書部分）

投資家からの請求に応じて交付する部分（追加情報部分）

公衆縦覧部分

の三部構成とすることが適切である。これは、現行の目論見書に記載される情報を削除ないし簡略化するものではなく、すべての投資家に必要な情報と、投資家によって必要なより詳細な情報を区分するものであり、追加情報部分も法定目論見書として民事責任に関する証券取引法の規定が適用される。

また、同一種類の投資信託について継続的に募集が行われている場合、同一世帯に複数の投資家がいる場合などにおいて、同意があれば交付を省略できるようにすることが、投資家にとっても無駄を省く意味で望ましい。さらに、証券会社や銀行など販売会社についての情報（手数料、取扱場所など）は、目論見書に綴じ込んでともに入手できるようにすることが投資家利便にかなっている。

株式や社債など投資信託以外の有価証券については、現在の目論見書の記載内容が、いずれも投資判断にとって等しく重要な情報であるため、有価証券届出書の記載内容の三部構成化にはなじまないと考えられる。但し、すべての有価証券に共通する事項として、名称制限の緩和、電子交付要件の簡素化などの措置は講ずる必要がある。総じてこの課題については、投資家にとって必要な情報の提供を担保するための一定のルールは必要であるが、投資家の理解を損わない範囲で、発行者の工夫の余地を確保しておくことが望ましい。

目論見書以外の情報提供手段（販売用資料）の活用は、証券取引法に、何人も目論見書と異なる内容の表示をしてはならないと規定されていることにより事実上制約されてきた。一方、ディスクロージャーのあり方として、発行開示から継続開示、適時開示と価格形成に果たす役割が重視されるようになり、目論見書に記載される情報以外の価格形成に影響を及ぼす情報も投資家にとって有益な判断材料として開示を促す傾向が強まっている。こうした情報についても目論見書との矛盾や虚偽がなければ、民事責任を問われることなく販売用資料として活用できるよう、ルールの明確化を図るべきである。

(2) 公開買付制度の見直しなど

公開買付制度は、市場外相対で短期間に広範な者から株式を買い付けようとする場合、買付者に買付期間・数量・価格などの情報公開を義務づけることにより、投資家に買付けについての情報を提供するとともに既存株主の平等待遇を保証し、取引の透明性を確保しようとするものである。一方、かねてより公開買付手続によらねばならないことが、迅速な企業再編を抑制しているとの指摘が多いため、経済実体に応じた合理的な仕組みとなるよう見直していく必要がある。

まず、公開買付けの対象が、継続開示義務を負う会社の発行する株式となっている点については、公開買付けが議決権の変動を一般投資家に明らかにするという制度の趣旨に鑑みれば、社債を発行したことのみにより継続開示義務を負う会社の発行する株式にまで及ぼす必要はないものと考えられる。

次に、著しく少数の者からの相対での買付けであっても、買付者と特別関係者の所有割合が3分の1を超える場合には公開買付けによらなければならないこと（強制的公開買付制度）に対しては、一

般株主を排除するために市場価格以下にしなければならないことなどへの批判があるが、企業支配権の移動を伴う相対取引は、投資家や既存株主にとって重大な影響があるため、この制度の廃止は望ましくない。但し、営業譲受けに伴って結果として他の会社の株式の所有割合が3分の1を超える場合や、買付者と特別関係者をあわせて既に所有割合が2分の1を超えている場合には、適用除外とすることが合理的である。なお、3分の1ルールそのものを2分の1に引き上げることは、2分の1に達するまでは市場外相対取引を行い、2分の1を超えるためにわずかな市場取引を行えば、公開買付けを行わずして支配権を得ることとなるため、制度の実効性を担保する上で望ましくない。

公開買付けの手續としては、開始公告媒体の要件緩和や電子公告の導入、開始公告や届出書の記載内容の見直しなど、実務のニーズを踏まえた措置を講ずるべきである。

以上二つの項目以外にも、私募による企業の資金調達を促すため、一定の要件を満たす事業会社、厚生年金基金、外国金融機関などに係る適格機関投資家の有効期間の延長や社債を私募発行する場合の転売制限の要件緩和、募集又は売出しが届出を要するか否か判断す

るための金額通算期間の短縮など、手続の簡素化、明確化を推進していくべきである。

さらなる当面の課題としては、国際的に見て市場の共通語が事実上英語となっているなかでの英文開示のあり方や、適時開示重視の流れを踏まえた四半期開示の制度化、証券取引法の対象範囲の拡大などに伴うさらなる規制緩和などがあげられ、引き続き当審議会で検討していくこととしたい。

3 . 市場監視機能・体制の強化

(1) 市場監視機能

基本認識

一般の個人が市場への参加を躊躇する背景には、証券投資に対する知識不足のみならず、市場において自らが公平に扱われるかどうかについての疑念が存在するものと考えられる。現在の証券取引等監視委員会（以下「監視委員会」という）も、平成3年の証券不祥事において、力のある者だけが損失補填を受けたことへの国民の不公平感や怒りを契機に誕生した。そのコンセプトは、不公正取引を行わないよう監督するコーチから、何が不公正かを認定するアンパ

イアを分離し、独立して職権を行使させることにある。以来、証券取引法違反に対する刑事告発や行政処分勧告を着実に行ってきているが、米国SECに比べると摘発件数には顕著な差がある。また、日本では、証券取引法違反に対する民事訴訟による責任追及もあまり行われず、証券取引法の民事責任に関する規定もほとんど利用されていない。

ひと口に違反行為といっても、現実には悪質性の度合いは千差万別である。刑事罰は対象者に与える影響が極めて大きいため抑制的に運用する必要があり、刑事罰を科すに至らない程度の違反行為は、結果として放置されることになってしまう。一方、証券会社などに対する業務停止などの行政処分も違反行為に無関係な顧客の利便性を損う面があり、行政処分に値する違反行為に限定すべきだが、行政処分しかツールがないために、違反行為の実情に見合った抑止力として不十分と感じさせるケースもみられる。さまざまな違反行為の程度や態様に応じ、最適な手段によるエンフォースメントを可能にするためには、金銭的負担を課す制度（以下「課徴金制度」という）や違反行為そのものへの差止・是正命令など、ツールの多様化を図る必要がある。

米国SECが連日のように、さまざまなツールを活用して摘発している事態につき、米国民は違反の多さに愛想を尽かすというより、ルール破りは割に合わないという規律を感じ、むしろ市場への信頼の源泉となっている。日米の摘発件数や民事訴訟件数の差の背景には、違反自体の多寡や訴訟への抵抗感の違いがあるとの指摘もあるが、監視機能そのものが制度的に大きく制約されていることは否定できない。監視委員会が、刑事告発や行政処分勧告のように、いわばオール・オア・ナッシングの判断ではなく、違反行為の程度や態様に応じたさまざまなツールを活用していくことにより、実質的な監視能力の向上を通じた、市場への信頼性向上が期待できる。また、証券市場の国際性に鑑みれば、日本における公正な市場を担保するためのルールは国際的なルールと可能な限り整合的であることが望ましい。

課徴金制度の導入など

違反行為に対する金銭的負担として、罰金額を大幅に引き上げるという考え方もあるが、他の刑事罰との均衡を考慮する必要性や、刑事罰そのものの謙抑主義的運用にかんがみれば、証券取引法の不

公正取引規制違反、ディスクロージャー規制違反、証券会社などの行為規制違反を対象とした新たな課徴金制度を設けるべきである。課徴金の水準としては、ルール破りは割に合わないという規律を確立し、規制の実効性を担保するため、少なくとも違反行為による利得の吐き出しは必要であるが、違反行為が市場への信頼を傷つけるという社会的損失をもたらしていることをも考慮し、抑止のために十分な水準となるよう検討すべきである。

また、現行の裁判所による差止命令制度は、投資家保護のため積極的に活用すべきだが、日本における違反行為の実情を精査しつつ、米国のような行政判断による差止・是正命令制度の導入についても、検討すべきである。

新たなエンフォースメント手段の導入に際しては、当然ながら、ルールの適用に関する予見可能性を高めていかなければならない。その一環として、ノーアクション・レターの一層の活用を図るべきであるし、行政としても、可能な限り誠実かつ具体的に対応すべきである。また、インサイダー取引規制をはじめとする既存の不公正取引規制そのものについても、時代の変化に対応した見直しが必要であり、引き続き、当審議会で審議していくこととしたい。

民事責任規定の見直し

証券取引法違反に対する民事訴訟を通じた責任追及があまり行われていないのは、そもそも不実開示などの違反行為が発見されにくいことに加え、原告による損害額の立証が事実上困難であること、日本にはクラスアクション（集団訴訟）制度がないことによるとの指摘がある。もとより、立証の困難性は、証券取引分野に限った問題ではなく、証券取引の安定性といった観点も含めた検討が必要であるが、例えば、重要な不実開示がある場合について、不実開示を行った者と投資家との間で実質的な立証の負担のバランスを図るため、損害額を推定する規定を設けるなど一定の立法上の措置を設けることが望ましい。

（２）市場監視体制

行政の体制

既述のとおり、証券不祥事を契機に誕生した経緯から、監視委員会の検査対象は不公正取引であり、また投信・投資顧問会社などには及んでいない。監督部門から独立した客観的事実認定を担保する上で、コーチとアンパイアの分離の枠組みは依然有効であり、課徴

金や差止・是正命令といった新たなツールの導入に際しても、監視委員会が事実認定した上で、監督部門に適切なサンクシヨンの発動を促すという役割分担は維持することが望ましい。

但し、検査の役割分担として、監視委員会が不公正取引、金融庁検査部門が証券会社などの財務や内部管理体制となっているのは、監視委員会誕生の経緯を反映したものであり、かつ、ビッグバン改革（分別管理の義務づけによる投資家保護）を経て行政として証券会社の財務などを直接把握する必要性は相対的に低下していることから、行政の検査体制は、金融庁に所要の役割を留保しつつ、基本的には監視委員会に一元化し、あわせてその陣容を強化すべきである。また、ディスクロージャー制度における届出書などの受理・審査、提出会社に対する検査や訂正命令といった業務の遂行体制についても、広い意味での市場監視体制の一環として、今回の措置と整合性をとりつつ所要の見直しを行うことが望ましい。

これらの見直しは、金融のコングロマリット化や証券化が進むなかでの一元的な金融に関する企画・立案・監督の必要性や、コーチとアンパイアの分離の要請という日本の金融行政・金融市場の実情

を踏まえた体制強化として、市場への信頼性向上につながっていくものと期待される。

自主規制

市場の実情に精通している者が、臨機応変に自らを律していくことにより、投資家からの信頼を確保するという自主規制の理念については、何人も異論はないものと思われる。しかし、現実には理念どおりに機能していないとの指摘もある。株式会社化して営利追求する証券取引所や業界団体でもある証券業協会に有効な規制が可能かという疑問や、行政と、各証券取引所、証券業協会、日本銀行など公的主体の検査業務に重複が多いことへの批判には、真摯に対応すべきである。

まず、自主規制業務の遂行体制としては、他の業務から独立して行われるよう担保すべきである。そのために、資本関係のない別法人とするか、親子・兄弟法人とするか、同一法人内の別組織とするかは、自主規制の現場の品質管理といった側面も踏まえて検討される必要がある。有効な体制を実現するために制度的な手当が必要であれば、選択肢が用意されることが望ましい。いずれにせよ、自主

規制業務の独立した遂行体制を確立することは、広報活動や政策提言など、業界団体としての活動を制約なく行っていく上でも有益であることを銘記すべきである。

また、検査については、行政の体制一元化を契機に、行政と自主規制機関及び自主規制機関相互での主たる役割分担を見直すべきである。例えば、証券業協会が財務や内部管理体制、証券取引所が取引関連を一義的に分担し、行政がその結果をチェックするとともに、法令違反やシステミック・リスクなどを中心に検査するといった役割分担の姿も考えられよう。今後、自主規制機関の検査体制が充実すれば、行政検査は、その検証にとどめることも可能になるだろう。また、各主体間で、可能な検査方法の統一や合同検査の実施など、実務上の工夫を重ねることにより、市場監視体制全体としての効率性を確保していくことが望ましい。さらに、行政も含めた個々の検査官の資質や能力は、市場監視を実効あらしめる上で極めて重要な要素であり、その向上に向けた不断の努力が払われるべきである。

4．投資サービスにおける投資家保護のあり方

(1) 基本認識

さまざまな投資サービスは、その名称やスキームの形態を問わず、投資家にとって経済効果が同じであれば、同じように保護されるべきであり、サービスを提供する事業者側からいえば、同じように規制に服すべきである。こうした環境が整うことにより、名称やスキームの形態を問わず安心して投資できるようになり、貯蓄から投資への流れの加速にも寄与することになる。

近年、組合理投資スキームを活用し、業務執行組合員（営業者）が運用を一任される形態の公募型商品が販売されるようになっており、一部には詐欺的なものもみられる。また、これまでは中小企業の未公開株式などを対象に、事業を共同して行うことを前提としていた中小企業等投資事業有限責任組合制度において、上場株式や金銭債権への投資といった対象・機能の拡充が検討されており、これを活用すれば、運用を業務執行組合員に委任する一般的な投資信託やSPCに類似する商品も組成できるようになる見通しである。こうした現状を踏まえれば、これらの組合理投資スキームについても投資信託やSPCなどの有価証券法制と同等の投資家保護の仕組みを整備することが必要である。

米国でのリミテッド・パートナーシップは、Howey基準（共同出資して他者の努力による収益獲得を期待するもの）に該当すれば、証券法上の投資契約として、開示、販売、不公正取引規制が課されて投資家保護が図られるし、EUではパートナーシップを用いた証券投資は、それ自体認可制で、開示義務に加え、許可を受けた販売業者だけが行えることになっている。

一方、ベンチャー・キャピタルなどが、これまでも自由度の高い組合型投資スキームを用いることにより、産業に貴重なリスク・マネーを効果的に供給してきていることは積極的に評価でき、引き続きリスク・マネーの担い手としての役割が期待される。業務執行組合員に運用を一任することなく、特定少数の出資者が共同で投資判断を行うベンチャー・ファンドなどについては、これまでどおり、過度な規制が課されないよう配慮すべきである。また、投資家保護の仕組みの整備は、ファンドの課税上の取扱いが変わるような組合の性質の変化をもたらす筋合はないことに留意すべきである。

（２）改革の方向性

組合型投資スキームについても、一般投資家に販売するのであれ

ば、投資信託やS P Cなどの有価証券規制と同様の開示は必要であるし、販売時において事前・事後の書面交付や、断定的判断の提供による勧誘の禁止、適合性原則の遵守などの投資家保護策を講じていくべきである。

販売業者と当局の関係は、組合型スキームを含む商品ファンドや不動産特定共同事業のファンドでは許可制となっているが、今回投資家保護を講じようとしているのが主として有価証券その他の金融商品に投資するものであることにかんがみれば、やはり投資信託やS P Cのような登録制と同等のものとすることが考えられる。また、風説を流布したり偽計を用いるといった行為は、いかなる投資サービスにおいても禁止されるべきことは当然である。

こうした投資家保護策は、基本認識を踏まえ、当面、証券取引法において措置することが適当である。投資家にとって経済効果が同じサービスは同じように保護するシステムを確立するとともに、詐欺的な業者を排除するための手段を用意しておくことが、組合型投資スキームを発展させる上で必要であると考えられる。

但し、部外者にとっては、証券取引法における有価証券とか証券業といった概念はなじみがうすく、違和感を覚えるであろうし、証

券取引法そのものが累次にわたる改正によりいわばパッチワーク状態になっていることも否定できない。そこで、当審議会において、今後、これまで投資家保護策の講じられていない投資サービスや、新たに登場するであろう投資サービスにつき、証券取引法を中心とした有効な投資家保護のあり方について検討することとしたい。また、証券取引法の投資サービス法への改組の可能性も含めたより幅広い投資家保護の枠組みについて、中期的課題として検討を継続していくこととしたい。

5．投資教育のあり方

(1) 基本認識

日本では長きにわたり貯蓄促進が重要な政策目標であった。経済全体として資本不足の時代には、政策的優先度に応じて産業に資金を供給することが金融システムの課題であり、そこで資金仲介の大宗を担ったのは銀行である。資本が十分に蓄積された現在、ライフステージに応じ可能な限り有利に運用したいという個人の希望に応えるためには、魅力ある多様な運用対象を、的確な情報とともに、これに投資する知識を備えた個人に提供する必要がある。また、今後、何が21世紀の日本のリーディング産業になるのか不透明な状

況下で、リスクマネーの効率的かつ積極的な供給を促し、日本企業の発展を金融面から支えていかねばならない。銀行のリスク負担能力が限界に達しつつあるなかで、強靱で高度なリスクシェアリング能力を持った市場中心の金融システムに再構築していくことが日本経済の発展にとって不可欠であり、そのためには、資金を供給する個人の意識変革を政策として遂行していく必要がある。

世論調査では、株式投資を行わない主な理由として知識がないことがあげられる一方、学校教育において金融や証券に関する基本的知識を提供することが必要との意見が多い。現実としての知識のなさは、日本国民にリスク回避傾向が強いことを意味するものではなく、リスクテイクの対象を政策として明らかにしていく必要性を示しているし、中長期的に学校教育に注力することにより自ずから国民性が形成される例は、歴史において枚挙にいとまがない。

また、依然として頻発する投資に係るトラブルは、投資そのものへの意欲を萎えさせかねず、ありがちなトラブルに関する基本的知識は、トラブルそのものを防止する上でも有効である。

もとより投資教育が、業界の利益や国の都合に応じて行われてはならないことは当然である。公的年金の役割が見直されるなか、確

定拠出年金の普及・拡大など、個人は生活設計において否応なく多様な資産運用と向きあわざるを得なくなっている。このような環境に置かれた個人を応援しつつ、あわせて貯蓄から投資への流れを加速することが、効率的で安定した金融システムや実体経済の実現に寄与することが理解されるべきである。

(2) 改革の方向性

投資教育の有効な教材や教育方法などは、すでに行政、各証券団体、証券会社、NPOなどによって相当程度に開発・蓄積されているが、各々がばらばらに活動するだけでなく、資源やノウハウの集約と共有を図る必要がある。

このため、関係団体と行政が連携して、学校から社会人に至る投資教育のスタンダードモデルを作成し、優れた教材や教育方法を共有しつつ有効に提供していく体制を工夫すべきである。例えば、学校教育においては、カリキュラムにおいて小・中・高・大の各段階における投資知識の到達目標を設定するとともに、教える側の理解度やノウハウも向上させるといった方向が考えられる。社会人教育においても、世代や知識の水準に応じたセミナーの開催などきめこまかな対応が求められる。関係団体、行政（金融庁のみならず文部

科学省、厚生労働省などすべての関係省庁）及び金融広報中央委員会が適切に役割分担し、有効な遂行体制を構築していくべきである。

6．銀行・証券の連携強化

(1) 基本認識

市場機能を中核とする金融システムに再構築していくためには、金融業のビジネスモデルを変革していく必要がある。銀行（以下預金取扱い金融機関という意味で用いる）が、貸出を組成するのは当然であるが、いったん取った信用リスクを、そのリスクに見合ったリターンを確保しないまま、いつまでもバランスシートに抱えている事態が不良債権問題の深刻化につながっており、貸出に際して条件の適正化を図る一方、リスクを機関投資家など他の主体に移転していくことが望ましい。実体経済のリスクが銀行に集中してしまっている現状から脱却するためには、貸出先との長期的関係に拘泥することなく、貸出の組成機能、その証券化機能、証券化商品に伴う事務処理機能といった分化を促し、市場の価格形成やリスク配分のメカニズムを活用していくべきである。

一方、ビッグバン改革を経て証券会社のビジネスモデルも多様化

したが、未だ、多くの個人が証券投資し、また、多くの中小企業が市場から資金調達するような状況にはなっていない。これまで、銀行、証券会社、保険会社（さらには郵便局）といった業態と、その利用者との関係がある程度固定的だったとすれば、むしろ市場中心のマネーフロー構造に変革し、金融システムにとっての望ましい資金・リスク配分を可能にする観点から、業態と利用者との関係を流動化させるべきではないかと考えられる。証券会社のビジネスとして、富裕層と優良企業を対象に堅実に経営するモデルや、デイトレーダーの欲求に正面から対応していくモデルは当然あって然るべきだが、多くの個人及び中小企業が市場参加するためには、個人にとって最もなじみのある窓口であり、中小企業の業務や財務、経営者や社員の能力・意欲を最も熟知している銀行が、証券会社まで誘導することが望ましい。

（２）現行制度の今日的意味

戦後、米国のグラス・スティーガル法にならって証券取引法第 65 条を導入した時代、及び 65 条の枠組みを前提に銀行の証券業務を子会社方式により導入した時代に比べると、金融システムをめぐ

る環境は大きく変化した。例えば、銀行経営に対するセーフティネットは格段に整備され、システミックリスクを回避できる体制となっている。また既述のとおり、業態の如何を問わず、市場機能を活用することが、金融ビジネスとして必須の課題になっている。

一方、依然として金融システムにおける資金仲介の大宗を担っているのは銀行であり、65条の根拠となった利益相反や銀行の優越的地位の濫用の可能性は、今なお重要な論点である。また、金融分野における個人情報保護の必要性はますます高まっている。米国でも、銀行の証券業務は子会社方式により普及し、子会社業務の自由化がグラム・リーチ・ブライリー法により完了したが、銀行本体で広範囲に証券業務を行うことに対しては、依然として慎重な姿勢がとられている。

以上に加え、銀行がその規模を問わず、不良債権問題を解決して国民の信頼を回復していくことが先決となっている現在、業務範囲の根幹に関わるような見直しを行う時期にはないのではないかと考えられる。一方、日本では、ほとんどの地域銀行や信用金庫などは

証券子会社を有していないという事情も考慮する必要がある。

(3) 証券仲介業

銀行を除く形で導入し、未だ施行に至っていない証券仲介業の範囲を現段階で見直して銀行を加えることは、政策として拙速にすぎるとの指摘がある。また、これまで銀行が行えないことを前提に証券仲介業に参入するプランを立ててきた者にとって、前提条件の変更になってしまうことも事実である。

一方、銀行による証券仲介業の導入は、

顧客にとって、ワンストップ・ショッピングのニーズに応え、利便性が高まる。

投資経験のない銀行顧客層の市場参加を促し、新たな裾野の拡大が期待できる（銀行による株式投資信託の販売は、総残高の約半分に到達）。

さまざまな規模の銀行と証券会社による、さまざまなタイプの連携は、それ自体顧客の利便性を高めるが、とりわけ証券会社の店舗が少ない地域におけるアクセスの改善になる。

といったメリットがある。あわせて、銀行が貸出先中小企業に対し市場調達や株式公開に向けたアドバイスを行うとか、公開可能な貸出先企業を引受証券会社に紹介するといった市場誘導業務（これまでフィービジネスとしては65条に抵触すると観念されてきた業務。誘導する市場は、企業の成長段階に応じて、グリーンシート、新興市場、取引所二部・一部となる。）を行うことにより、銀行と証券会社が連携して、市場機能を中核とする金融システムに向けた大きな流れを造りだせるのではないかと考えられる。換言すれば、一般事業会社にできることを、銀行にだけ制度的にできないままにしておくことは、もはや国民に対して説明できない段階にきていると考えられる。

以上の政策としての意義にかんがみれば、銀行であるがゆえに必要となる有効な弊害防止措置を条件に、証券仲介業の業種制約を撤廃し、グリーンシートの制度整備その他の今回の審議会報告に係る政策とあわせて、次期通常国会で所要の法的手当を行うことが望ましい。

(4) 弊害防止措置の方向性

銀行が証券仲介業を行う場合に、現行法の枠組みでも、銀行業務により知り得た発行者に関する情報を利用して勧誘する行為や金銭を貸し付けることを条件に勧誘する行為などが禁止されることになる。加えて、利益相反などの可能性は、証券仲介業を行う銀行と、委任する証券会社が系列関係にある場合に、より高まることから、系列関係にある場合を外形基準により除外するといった提案があった。一方、利益相反などによる弊害のデメリットは定量的には明らかでないが、銀行が証券仲介業を行うことによる市場にとってのメリットが上回ることは歴然としているとして、外形基準による厳格な弊害防止措置には慎重な意見もあった。こうした意見を踏まえると、外形基準により一律に導入範囲を制限するよりも、例えば、銀行の貸出部門と証券仲介部門の人的・組織的分離や非公開情報の授受についての内部管理体制が整備されているかどうか、実情に応じて行政が認可する仕組みが適切である。その上で、市場調達資金の用途についての開示や、貸出と証券取引の抱き合わせ行為などについては、既に銀行本体と証券子会社の間には弊害防止措置が存在しているため、それを踏まえ、銀行本体が証券仲介業を行う場合の弊害

防止措置について、適切な手当をすべきである。なお、弊害防止措置の実効性の確保に関しては、これまでも監視委員会検査により弊害防止措置違反が把握されているが、市場監視機能・体制の強化により、更に実効性を担保していくべきである。

また、株式などのリスク商品性に鑑みれば、投資家保護のため、共同店舗の場合と同様、窓口区分などの誤認防止措置が必要である。また、金融分野における個人情報の取扱いについては、上記の弊害防止措置等の検討に加え、金融審議会特別部会において検討すべき課題であると考えられる。

おわりに

今回の審議をつうじて得られた改革の方向性については、次期通常国会における法案提出のほか、金融庁において所要の措置を講じられたい。但し、制度を改革しただけでは、改革の意図が必ずしも実現されないのは、ビッグバンの経験が教えるとおりである。国民の市場への信頼を確立するために、市場関係者の意識と行動の刷新は不可欠であるし、行政もまた、自らの業務が国民に対して持つ意

味を不断に検証しなければならない。また、市場をめぐる制度課題はほとんど際限なく登場してくる。今後とも当審議会では、不公正取引規制や新たな投資サービスへの対応など、中期的課題も含め検討を続けていくこととしたい。