

証券仲介業制度や取引所制度改革をめぐる証取法改正案

2003年3月14日、「証券取引等の一部を改正する法律案」が国会に提出された。この法案は、2002年8月に金融庁が発表した「証券市場の改革促進プログラム」を受け、金融審議会における議論を経て取りまとめられたものである。証券仲介業制度の導入、金融機関による有価証券売買の書面取り次ぎの拡大から取引所持株会社制度導入まで、多様な内容が盛り込まれている。

1. 証取法改正の背景と経緯

1998年12月に主要部分が施行された金融システム改革法と、2000年12月に施行された株式会社組織の証券取引所を認める証取法改正により、わが国証券市場をめぐる法規制は、大きく変化した¹。しかし、金融システム改革（いわゆる金融ビッグバン）が目標とした、証券市場の活性化と金融構造の転換は、遅々として進んでいない。1,400兆円といわれる個人金融資産の過半は依然として預貯金に留まり、銀行等の金融仲介機関からの借り入れに大きく依存する企業の資金調達構造にも顕著な変化はない。

こうした中で、金融庁は、2001年8月に「証券市場の構造改革プログラム」を、その一年後の2002年8月には「証券市場の改革促進プログラム」を発表した。これら二つの政策プログラムには、証券市場活性化、とりわけ個人の資金運用における証券市場の役割拡大を図るという狙いの下、法令改正を含む様々な施策が盛り込まれている²。

「証券市場の改革促進プログラム」は、①誰もが投資しやすい市場の整備、②投資家の信頼が得られる市場の確立、③効率的で競争力のある市場の構築、を目標に掲げ、証券会社による販売チャネルの拡充や投資知識の普及、証券取引等監視委員会の機能強化やディスクロージャーの充実、私募規制の見直しや取引所制度、証券決済制度改革、など多岐にわたる政策課題を列挙している。この問題提起を受けて、2002年9月以降、金融審議会第一部会に設置された三つのワーキング・グループの下で検討が進められ、12月には、第

¹ 金融システム改革法の内容については、大崎貞和「金融システム改革法案の概要」『資本市場クォーターリー』1998年春号22頁以下、証券取引法研究会編『金融システム改革と証券取引制度』参照。株式会社組織の証券取引所を認める法改正については、大崎貞和「株式会社形態の取引所を認める証券取引法改正」『資本市場クォーターリー』2000年夏号22頁以下、上村達男「証券取引所・金融先物取引所の組織変更」『ジュリスト増刊あたらしい金融システムと法』（2000年11月）53頁以下参照。

² いずれも金融庁ホームページ<<http://www.fsa.go.jp/>>から入手できる。

一部会報告「証券市場の改革促進」が取りまとめられた³。

三つのワーキング・グループによる報告内容のうち、「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」が検討した私募制度の改革や有価証券報告書の記載事項の見直し等は、法律改正を要しないことから、2003 年 2 月末以降、順次、政令、内閣府令、事務ガイドラインの改正が行われた。一方、「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」の二つのワーキング・グループの報告内容を盛り込む形で、証券取引法等の改正が行われることになった。

改正の内容は、①証券仲介業の導入や金融機関による有価証券売買の書面取り次ぎの拡大など証券業務をめぐるものと、②取引所持株会社制度導入や海外取引所による取引端末設置の解禁など証券取引所制度をめぐるものとに大別される。以下では、現在、衆議院で審議中の法案の内容を紹介する。

2. 証券業務をめぐる改正内容

1) 証券仲介業制度の導入

投資家が証券取引を行うことのできる店舗の拡充・多様化を図るという狙いから、証券仲介業制度が導入されることになった。

導入にあたっては、米国で、会計士やファイナンシャル・プランナーなどが独立契約型営業マンとして活躍している一方、イントロデュース・ブローカーと呼ばれる証券取引の清算、決済業務を自社で行わず外部に委託する証券会社が広くみられるといった現状が参考にされたようである⁴。

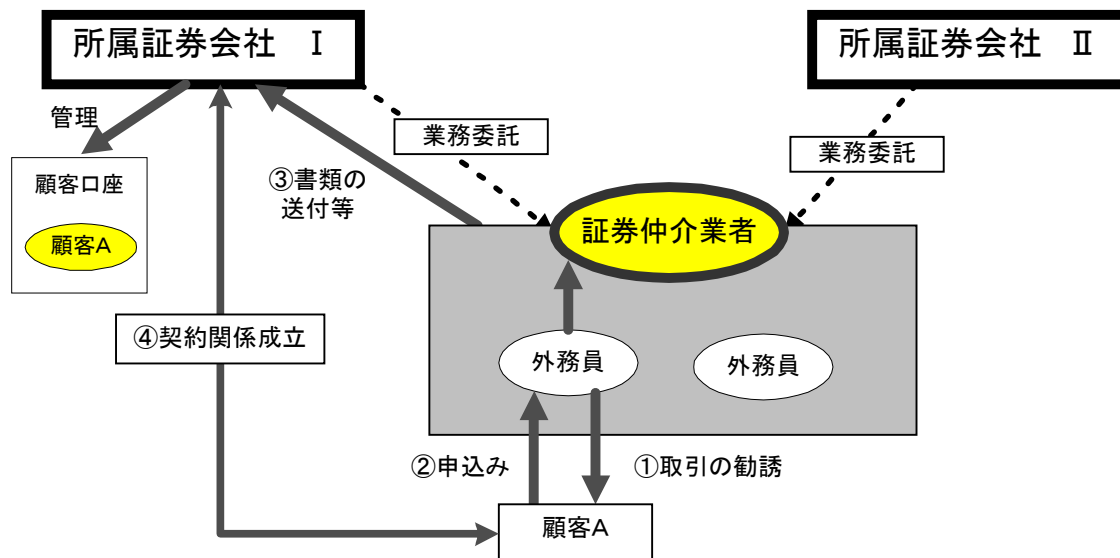
証券仲介業とは、証券会社等の委託を受けて、当該証券会社等のために、有価証券の売買、有価証券先物・オプション取引を媒介したり、有価証券の募集若しくは売り出しの取り扱いや私募の取り扱いを行う者とされる（改正案の証取法 2 条 11 項、以下証取法改正案については原則として条数のみを示す）。証券仲介業者は、特定の証券会社（複数でもよい）のために、顧客への取引勧誘を行い、取引の申し込みを受け付けるが、顧客との契約は、あくまで当該証券会社との間で成立する（図表 1）。商法でいう代理商に該当するものと考えられる⁵。

³ 金融庁ホームページから入手できる。

⁴ 独立契約型営業マンについては、沼田優子「米国のインディペンデント・コントラクター（独立契約型証券営業マン）」『資本市場クォーターリー』1999 年冬号 135 頁以下、同『米国金融ビジネス』（東洋経済新報社、2002 年）130 頁以下、イントロデュース・ブローカーについては、伊豆久「イントロデュース・ファームの増加とその背景」『証研レポート』1551 号（1997 年 10 月）参照。

⁵ 但し、通常の代理商が、競業避止義務（商法 48 条）等を課されるのに対し、証券仲介業者は複数の証券会社のために媒介業務を営むことができる。

図表 1 証券仲介業者の位置づけ



（出所）金融庁資料

証券仲介業を営もうとするものは、内閣総理大臣の登録を受けなければならない（66 条の 2）。一定の資本金を備えた株式会社であることを要求される証券業とは異なり、個人でも法人でも登録が可能である。但し、銀行等の金融機関や証券会社、証券会社や証券業登録金融機関の役員及び使用人は、証券仲介業者となることができない（66 条の 2、66 条の 5、5 号）。銀行等の金融機関が証券仲介業を営めないとされるのは、証券業務自体を業として行うことが証取法 65 条により原則的に禁じられているためであろう⁶。

証券仲介業者は、仲介行為を行おうとするときには、あらかじめ所属証券会社の名称等を顧客に告げなければならない（66 条の 10）。また、顧客から金銭や有価証券の預託を受けてはならないものとされ、金銭等の授受は、顧客と所属証券会社との間で直接行われることになる（66 条の 12）。

証券仲介業者やその役員、使用人は、他の業務によって知り得た有価証券の発行者に関する非公開情報を利用して勧誘することや、顧客の注文の動向等を利用して自己の計算において有価証券の売買を行うことなどを禁じられる（66 条の 13）。また、証券仲介業者が顧客に損害を与えた場合には、原則として、所属証券会社が責任を負うものとされる（66 条の 22）

なお、証券仲介業者の役員、使用人のうち勧誘行為を行う者は、証券業協会が行う外務員試験に合格して証券外務員登録を受けなければならないものとされる（66 条の 23）。

⁶ もっとも、金融機関による証券業務を禁じる趣旨が、しばしばいわれるような顧客との利益相反の防止や経営に及ぼすリスクの回避などであるとすれば、証券会社のために媒介を行うだけの証券仲介業を禁じなければならないかどうかは疑問である。

2) 金融機関による有価証券売買の書面取次ぎ業務の拡大

証取法は、金融機関による証券業務を原則として禁じているが、国債や投資信託の窓口販売など、例外的に認められている業務もある。その一つとして、これまで、銀行が、勧誘を行わずに顧客の書面による注文を受けて、その計算において有価証券の売買等を行うことが認められてきた（現行証取法 65 条）。

今回の法改正では、この 65 条及び農業協同組合法、信用金庫法等の関連条文が改正され、いわゆる協同組織金融機関についても、書面取次ぎ業務を営むことが認められた。もっとも、書面による取り次ぎは、勧誘行為を伴わないという制約があることや業務として行う上では事務コストがかさむことなどから、積極的に手掛けている銀行は皆無である。協同組織金融機関による書面による取り次ぎ業務を解禁しても、直ちに、証券投資の拡大など大きな変化につながることは考えにくい。

3) いわゆる「ラップ口座」をめぐる制度整備

米国では、顧客が投資資金を証券会社に預託し、アセット・アロケーションに関するアドバイス、投資顧問会社や投資信託の紹介、注文執行、定期的な報告などのサービスを受け、口座残高に応じた手数料を支払う「ラップ口座」が広く普及している⁷。最近では、セパレート・マネージド・アカウントとも呼ばれ、オンライン証券会社の台頭に対抗して、資産管理アドバイス・サービスを強化しようとするフル・サービス証券会社が、戦略商品として顧客拡大に力を入れている⁸。

ラップ口座のわが国への導入は、いわゆる金融ビッグバンの過程で検討され、既に一応の制度的枠組みが整えられている。日興コーディアル・グループのグローバル・ラップ・コンサルティング・グループのように、実際に商品として提供している例もある。

しかしながら、現状では、証券会社が投資一任業務を行う場合には、証券会社の自己勘定による売買の内容を書面により顧客に開示する義務が課されていることなどから、証券会社がラップ口座を提供する場合、外部の投資顧問業者を関与させる形しかとることができない。このため、米国のように、担当ブローカー（営業マン）自ら、あるいは社内のアドバイス担当者が、運用アドバイスを行うという形がとれず、サービス提供に踏み切る証券会社が少ないとの見方がある。

そこで、今回の改正案では、「当該書面を顧客に交付しなくても公益又は投資者保護のために支障を生ずることがないと認められるものとして内閣総理大臣の承認を受けたとき」には証券会社の自己売買の書面開示義務を免除することとした（改正案の投資顧問業

⁷ 國見和史「ラップ・アカウントと証券会社経営」『財界観測』1997 年 6 月号 26 頁以下。

⁸ 杉岡登志夫「拡大するセパレート・マネージド・アカウント」『資本市場クォーターリー』2002 年春号 196 頁以下。

法 31 条の 2)。

4) 証券会社等に対する主要株主規制の導入

改正案では、以上のような規制緩和とも言うべき項目に加えて、証券会社、投資信託委託業者等に対する信頼を高めることを狙いとして、20%以上の議決権を保有する主要株主の適格性をチェックする制度を新たに導入するものとしている(改正案の証取法 33 条の 2、33 条の 3)。こうした規制は銀行や保険会社には既に導入されており、証券監督者国際機構 (IOSCO) も証券会社への適用を提言しているという。

3. 証券取引所制度をめぐる改正内容

1) 取引所持株会社制度の導入

既に触れたように、2000 年 12 月に施行された証取法改正によって、従来、非営利の会員制組織しか認められていなかった証券取引所の組織形態として、株式会社組織が認められた。株式会社組織の取引所については、公益的な役割を担う取引所が特定の利害に支配されることがあってはならないといった観点から、特定の株主が、単独で 5%以上の株式を保有することが禁じられた(現行証取法 103 条)。

一方、海外には、例えば複数の取引所運営会社を子会社として支配しているユーロネクストのように、持株会社形態を活用しながら、取引所間の連携を進めるなど柔軟な経営戦略を展開している例がある。ところが、わが国で、同じようなことをしようとすると、取引所間の合併以外にとるべき方法がない。また、現行法の下で取引所株式会社が株式を上場しても、法律によって支配株主の登場が妨げられているため、買収のリスクにさらされることがないという点が株価評価に際してディスカウント要因となったり、経営規律の緩みにつながる可能性もある。

そこで、今回の改正案では、株式会社組織の取引所に関する 5%という保有制限を改め、過半数の保有を禁じるのみとした(改正案の証取法 103 条)。また、5%超の株式を保有することになった場合には届出を義務づけ、20%以上(財務及び営業の方針の決定に対して重要な影響を与えることが推測される事実がある場合には 15%以上)の議決権を保有する主要株主に対しては認可を要求することとした(103 条の 2、106 条の 3)。同時に、内閣総理大臣の認可を受けて、取引所株式の過半数を保有することのできる取引所持株会社の制度を導入することとした(106 条の 3、106 条の 10)。また、証券業協会、証券取引所、証券取引所を子会社とすることについて認可を得た金融先物取引所は、取引所株式の過半数を保有することが認められる(103 条)。

証券取引所持株会社に対しては、取引所そのものと同様の株主ルールや監督規制が及ば

される。すなわち、5%超の株式を保有する場合には届出が義務づけられ、20%以上を保有する場合には認可が必要であり、50%超の保有は禁じられる（106 条の 14、106 条の 15、106 条の 17）。また、取引所持株会社は、原則として、子会社である取引所の経営管理を行うこと及びそれに附帯する業務以外の業務を営むことができず、取引所有価証券市場の開設に関連する業務を営む会社以外の子会社を保有することもできない（106 条の 23、106 条の 24）。この業務範囲の制限は、取引所株式会社に課せられるものと基本的に同じである（現行証取法 87 条の 2 参照）。

証券取引所持株会社以外に、証券業協会や証券取引所が証券取引所を子会社化することが認められるのは、ともに証取法上有価証券市場の開設主体となることが認められており、子会社を通じて有価証券市場を開設しても問題がないと考えられるためであろう。

2) 国内取引所への外国からの取引参加、外国取引所による端末設置の容認

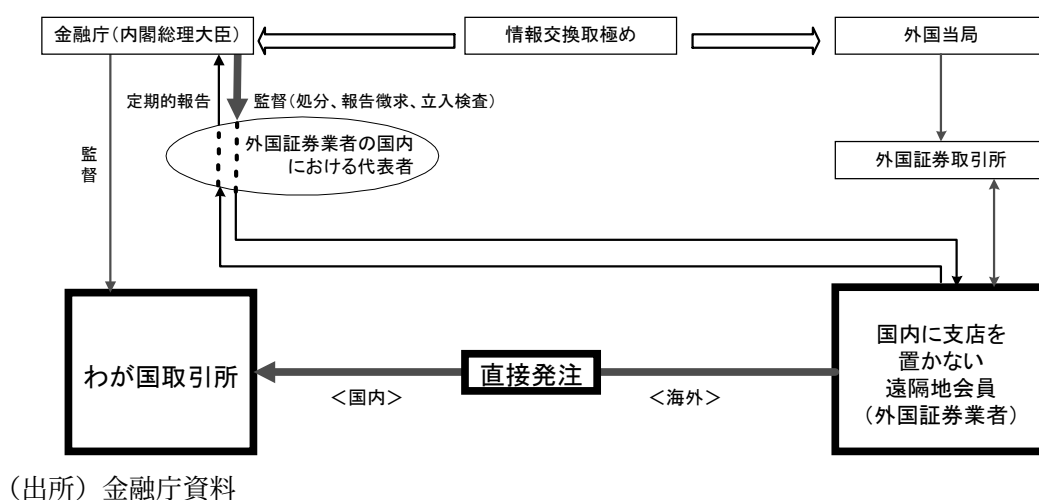
近年のコンピュータ、通信技術の発達や証券取引のグローバル化に伴い、世界的に証券市場間競争が激化している。ATS（代替的取引システム）、あるいは PTS などと呼ばれる私設電子取引システムが伝統的な証券取引所と同様の機能を果たすようになる一方、証券取引所が会員組織から株式会社組織へと変化する動きも進んでいる。こうした中で、国際的な取引所間の提携、連携も盛んになってきている。多くの取引所が、上場銘柄や取引システムの共通化や取引参加者資格の相互承認といった形での連携強化を模索しているのである。いわゆる取引所間リンクの試みである⁹。

しかし、従来のわが国の法制度の下では、国内の取引所が、外国の取引所と提携し、取引参加者資格を相互に認め合うといった提携を試みたとしても、提携先取引所の取引参加者が、外国証券業者法に基づいて登録を受けた外国証券会社の国内支店を有しない限り、国内取引所への取引参加を認めることができなかった。

そこで、今回の改正案では、外国の証券業者が、外証法に基づく国内支店を開設せずに、取引所取引に限って、国内で証券業務を営む途を開こうとしている。すなわち、外国証券業者は、内閣総理大臣の許可を受けて、取引所取引を業として営むことができるものとしたのである（改正案の外証法 13 条の 2）。これによって、国内の取引所は、国内に支店を置かない遠隔地会員（取引参加者）の制度を設けることが可能となる（図表 2）。実際の取引にあたっては、国内の取引所が海外に取引端末を設置し、海外からの注文を直接受注するという形がとられることになるだろう。

⁹ 大崎貞和「グローバルな株式市場間競争と市場間リンクの動き」『資本市場クォーターリー』2000 年夏号 35 頁以下参照。最近の動きについては、吉川真裕「オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク」『証研レポート』1602 号（2002 年 1 月）参照。

図表 2 わが国に支店を有しない外国証券業者による取引の仕組み



但し、外国証券業者を通じた不公正取引などに対する監督を実効性あらしめるために、許可外国証券業者について報告徴収・立ち入り検査等を行うこととともに、国内における代表者を置くことを義務づけた（外証法 31 条、13 条の 4、8 号）。

一方、これとは逆に、外国の証券取引所が、国内に取引端末を設置しようとする可能性もある。金融庁によれば、現在既に、シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）のグローバル・バックス端末を始め、個別に承認を受けた上で、国内の証券業者のトレーディング・ルームに端末を設置している例はあるという。また、海外では、EU 構成国においては域内市場統合の進展によって他の構成国に取引端末を設置することが可能となっているほか、米国においても、英国の株式取引所トレードポイント（当時）が、1999 年 3 月、1934 年証券取引所法の取引高の少ない取引所に対して SEC への登録義務を免除する規定（同法 5 条）に基づいて登録を免除され、取引状況の報告などを義務づけられた上で取引端末の設置を認められている¹⁰。

今回の改正案では、証取法に新たに「外国証券取引所」に関する規定を設け、外国の証券取引所が内閣総理大臣の認可を受けて国内に取引端末を設置し、証券会社や外国証券会社（国債先物取引等の場合には金融機関等も含む）を取引参加者として有価証券市場を開設することを可能にすることとした（証取法 155 条）。

¹⁰ なお、トレードポイントは、その後、スイス取引所と共同で設立した新取引所ヴァーテックスに移行した。2003 年 2 月になって、ヴァーテックスの発行済み株式のほぼ全部をスイス取引所が買い取って子会社化している。

4. 改正案に対する評価

提出された証取法改正案は、順調に審議が進めば、6月頃までに成立し、ほとんどの規定が2004年4月までに施行される。但し、協同組織金融機関による書面取り次ぎ業務の解禁は、法律の公布から一ヶ月後に施行される。

今回の法改正の狙いは、投資家が証券取引を行うことのできる場の拡充と証券取引所のグローバル化への対応の二つに要約されよう。二つの狙いに対応する施策の中心となったのは、証券仲介業の導入と証券取引所持株会社制度の導入、取引所による在外端末設置の容認である。

証券仲介業は、米国でインディペンデント・コントラクターを組織化する営業手法が一定の成功を収めていることなどから、新規参入会社を中心に、制度化の要望が強かったものである。証券市場における競争促進という観点からも、投資家保護上大きな問題がないのであれば、そうした要望に応えることは有意義であろう。もっとも、既に触れたように、金融機関による証券仲介業務を禁じることに意味があるかどうかは疑問である。また、この制度改正によって、実際に個人投資家による取引が盛んになるかどうかは、新たに参入する仲介業者が、どこまで投資家の信頼を得られるかにかかっている。

証券取引所をめぐる制度改革については、証券取引所及び証券取引所持株会社の株式の過半数の取得を原則として禁じることが妥当であるかどうか、疑問が残る。確かに、証券取引所は、有価証券市場の開設という公共性の高い業務に従事するわけであり、公益や投資家保護の観点から大口株主の属性に留意しなければならないことは理解できる。しかし、不適格な株主の排除という観点からは、20%以上を保有するような主要株主を認可に係らしめただけで十分であり、更に過半数の株式を取得する場合に取引所持株会社という特殊な形態をとるよう求めるのは過剰規制ではなかろうか。むしろ、こうした制度をとることで、取引所の経営以外のビジネスを営む企業グループが取引所を支配することが難しくなり、場合によっては、取引所経営の効率化が妨げられ、わが国取引所の競争力の弱体化を招く恐れすらある。

一方、国内取引所による在外端末設置、海外取引所による国内端末設置の容認についても、市場間競争のグローバル化という流れに対応した改正として理解できる。もっとも、国内取引所による在外端末設置は、わが国の監督当局の監視が及ばない外国証券業者による不公正取引等の温床となりかねないとの懸念を排除し切れない。この点については、取引に参加する場合には国内に代表者を置くことを求めて監督を実効あらしめようとしているわけであり、今後の展開を注意深く見守っていく必要があるだろう。

(大崎 貞和)