

A large, stylized graphic of the number '50' in a dark gray, almost black, color. The '5' is composed of a thick horizontal bar at the top and a curved line that forms the bottom and right side. The '0' is a thick, circular ring. The graphic is positioned on the left side of the page, with the text '日本証券業協会' and '50年の歩み' overlaid on it.

日本証券業協会

50年の歩み

はじめに

本協会は、1973年7月1日、日本証券業協会連合会及び全国の10証券業協会を解散し、新たに全国の証券会社を直接の協会員とする社団法人日本証券業協会として発足し、2023年7月をもって50周年を迎えることとなりました。

この間、本協会は自主規制団体として、また、証券業の健全な発展を目指す業界団体として、その機能の拡充、強化に努め、証券市場の拡大発展と証券会社の社会的信用の向上を図るとともに、投資者の保護に資するための活動を行ってまいりました。

これまで本協会の活動に携わり、あるいは支援をいただきました方々には心より感謝申し上げます。

今般、50周年という節目の年を迎えるにあたり、後世に記録として残すため、本協会の活動において特に重要と思われる11のトピックについて、有識者の先生方に寄稿いただいた論文を取りまとめる形で本書を編纂いたしました。

本書が、多少なりとも関係各位のご参考になれば幸いです。

本協会はこれからも金融資本市場の発展と投資者がより一層信頼できる投資環境の整備・充実のために、全力を注いでまいります。

今後とも、一層のご厚情とお引き立てを心からお願い申し上げます。

2024年6月

日本証券業協会
会長 森田 敏夫

日本証券業協会 50 周年と将来への期待

東京大学 名誉教授 神田 秀樹

日本証券業協会 50 周年、まことにおめでとうございます。日本証券業協会は「日証協」として広く世に知られていますが、社団法人として 1973 年に設立された時から 50 周年をお迎えになりました。この間、1992 年の証券取引法改正によって同法（同法の 2006 年改正後は金融商品取引法）に存在根拠を有する認可法人となって今日に至っています。日証協は、この 50 年間、文字通り紆余曲折の歴史を経験していますが、1973 年より前の時代である戦前・戦後における歴史を含めて、日証協の歴史は日本の証券市場と証券界の歴史そのものであり、その経験と貢献は特筆すべきものであり、日証協は、日本の実情を踏まえて、世界的に見ても珍しい形での組織となっていると思います。

私は、ご縁があり、金融審議会等の場で 1990 年代の金融・資本市場制度改革の議論等に参加させていただく機会があり、また、日証協では、2004 年 7 月から今日に至るまで、自主規制会議公益委員や公益理事を務めさせていただいています。この間、さまざまなルールの制定や改正等の審議に参加し、日本の証券市場と証券界に関するルールの制定や改正面だけでなくその全般について日証協の活動に接することができ、日証協の役割がいかに大きいかを何度も実感しました。また、日証協の職員の方々は非常に優秀でして、いつも前向きの姿勢で諸課題に取り組まれるので、私は、いつも気持ちよく一緒に仕事をさせていただくことができています。

とくに思い出深いものとしては、「証券受渡・決済制度改革懇談会」に参加させていただき、四半世紀にわたって証券受渡・決済制度の改革に取り組むことができたことです。この懇談会は、証券の電子化（無券面化）の実現と決済期間の短縮という二つの大きな課題について、法務省、金融庁そして証券界および関係者の皆様の知恵を結集してまさにオールジャパンで改革を実現してきたものです。長い時間がかかりましたが、ポスト・トレードの証券決済という地味でありながらもきわめて重要な証券取引のインフラの大改革という作業に参加できたことは、幸運であり、また大変光栄でした。

日証協は、業界団体としての機能と自主規制機関としての機能の両方を有し、これらを組織内でうまく分離して運営されてきています。後者の自主規制機能については、金融商品取引法 67 条 1 項において「協会は、有価証券の売買その他の取引及びデリバティブ取引等を公正かつ円滑にし、並びに金融商品取引業の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする」と定められています。金融・資本市場分野のなかで証券分野だけがこのような認可法人が業者の自主規制機関になるとされていまして、これはいうまでもなく歴史の所産ということになりますが、日証協の重要性は金融商品取引法によって法律上宣言されているわけでした、日証協の自主規制機関としての責務にはきわめて重いものがあります。

今後を展望しますと、世界的な規模で証券市場と証券界が多様化し、経済に占める役割もますます大きくなり、かつ広がりを見せています。証券の範囲や種類も拡大し、上場証券の市場だけでなく、非上場証券の市場の育成も課題とされ、また、発行市場に関しても次々と

新しい課題が生まれています。

現在、日本では「貯蓄から投資へ」の流れを政府をあげて推進するという新しい局面を迎えています。2023年11月29日に公布された法改正による「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」に基づいて金融経済教育推進機構が設立され、国民の安定的な資産形成への施策実施の本格化が期待されています。NISAも抜本的改善がされて2024年1月から施行されており、「貯蓄から投資へ」の国民の関心も高まっているように感じられます。今後を展望すると何が重要か。それは、投資についてのわかりやすさと納得感が全世代の国民の間で共有されることであるように思われます。このためには金融関連事業者による顧客本位の業務運営がさらに進化する必要がありますし、資産運用業の改革（資産運用ビジネスについて顧客の最善の利益を勘案した運営体制やガバナンス体制の構築と実効性確保）とアセットオーナーシップの改革も不可欠です。そして、全世代の国民にとって、気軽に質問や相談をすることができる環境が身近に存在するようにすることも必要です。2024年が資産運用立国実現への節目の年になることが期待されますが、こうした環境の進化のなかで、日証協の役割と責務はこれまでも増してますます重要になります。日証協の今後一層の機能発揮と関係する皆様方のご健勝をお祈りいたします。

目 次

はじめに	3
日本証券業協会 50 周年と将来への期待	4
東京大学 名誉教授 神田 秀樹	
本 編	
1. 日本証券業協会の組織改編	15
駒澤大学 経済学部 教授 深見 泰孝	
1. 日本証券業協会設立前史	16
1.1. 有価証券団体の結成	16
1.2. 証券取引法施行に伴う再発足	18
2. 日本証券業協会の設立	22
2.1. 証券業協会の全国一本化の背景と 10 ブロック化	22
2.2. 日本証券業協会の誕生と自主規制機能の強化	23
3. 自主規制機能の強化と証券取引法上の認可法人への改組	27
3.1. 証券不祥事の発生と証券取引法改正	27
3.2. 行政改革推進審議会による提言	29
3.3. 業界改革推進本部、有識者懇談会の設置	30
4. 業界活動機能と自主規制機能の独立的運営	33
4.1. 金融ビッグバンと二度目の証券不祥事	33
4.2. 業界団体機能と自主規制機能の組織内分離	36
5. 金融商品取引法施行に伴う金融商品取引業協会のあり方	40
6. むすびにかえて	42
2. 協会員の多様化について	45
公益財団法人日本証券経済研究所 特任研究員 二上 季代司	
はじめに	46
1. 「免許制」下の協会と協会員	46
1.1. 協会統合と証券業の免許制	46
1.2. 免許制下の証券会社	47
1.3. 協会の統合	48
1.4. 国内証券会社と外国証券会社	49
2. 免許基準の見直しと自主規制機能の強化	53
2.1. 証券取引審議会報告書（1992 年）	53

2.2. 本協会の認可法人化と特別会員制度の創設	53
2.3. 証券不況下の協会員	54
3. 「登録制」移行後の本協会と協会員	55
3.1. 金融システム改革（日本版ビッグバン）	55
3.2. 銀行再編と証券再編	56
3.3. 協会員の多様化と流動化	57
4. 金融商品取引法施行後の本協会と協会員	60
4.1. 「店頭デリバティブ取引会員」の創設	60
4.2. 総合取引所等と「特定業務会員」の創設	61
5. 「会員」の類型別業務特性とその変化	63
5.1. 収益構成の変化	63
5.2. 「会員」多様化の背景	68
おわりに	69
3. 投資勧誘、顧客管理に係る規制	71
専修大学 法科大学院 教授 松岡 啓祐	
1. はじめに	72
2. 広告等の規制	73
2.1. 広告等のルールの意義と 1974 年の大蔵省証券局長通達等	73
2.2. 「広告指針」の策定と社内審査制度の導入等	74
2.3. 広告等規則への改正と景品類の提供ルールの追加等	74
2.4. アナリスト・レポートの取扱い等	75
2.5. 広告に関する法規制の導入に関する自主ルールの整備	76
2.6. アフィリエイト広告への対応等	76
2.7. プリンシプル懇談会の設置とプリンシプルベースの重視	77
2.8. プリンシプル懇談会の提言による広告指針の改正等	77
2.9. 広告等の自主規制の小括	78
3. 販売勧誘に関する自主ルール	79
3.1. 行政による通達等と販売勧誘ルールの形成	79
3.2. 投資勧誘規則の制定と顧客カードの導入等	79
3.3. 平成当初の証券不祥事への対応等	80
3.4. 投資信託等の乗換え勧誘時の説明義務等	81
3.5. プリンシプル懇談会の提言による見直し等	82
3.6. 投資勧誘規則に基づくガイドラインの策定等	83
3.7. 高齢顧客の勧誘等への対応	85

3.8. 「顧客本位の業務運営に関する原則」の定立等	87
3.9. 複雑な仕組債等の取扱い	88
3.10. 販売勧誘の自主規制の小括	89
4. 内部者取引の未然防止（内部者登録カード、J-IRISS、法人関係情報規則）	89
4.1. 内部者取引規制の機運の高まりと内部者登録カードの整備等	89
4.2. インサイダー取引規制導入後の法改正への対応等	90
4.3. 内部者取引登録制度の見直しと J-IRISS の稼働開始等	91
4.4. インサイダー取引の未然防止と法人関係情報規則の制定等	91
4.5. 公募増資インサイダー取引事件の発生や法人関係情報ルールの見直し等	92
4.6. 不公正取引に対するコンプライアンスの実質化	93
4.7. 内部者取引の未然防止に関する自主規制の小括	94
5. 顧客資産の分別管理	94
5.1. 分別管理ルールを巡るこれまでの経緯等	94
5.2. 金融危機の発生と分別管理制度の整備等	95
5.3. 分別管理規則の制定等	96
5.4. 顧客資産の分別管理 Q&A 等の作成とその経緯	97
5.5. 分別管理と信頼性向上への取組等	98
5.6. 分別管理の外部監査に係る実務の進展等	98
5.7. 顧客資産の分別管理の自主規制の小括	99
6. 結びに代えて	100
4. 株式の発行・流通市場関係ルール	103
野村総合研究所 主席研究員 大崎 貞和	
1. はじめに	104
2. 引受規則制定前の株式発行市場関係の自主ルール	104
2.1. 初期の増資調整	104
2.2. 時価発行増資の定着と自主ルールによる規制	106
3. 引受規則の制定	107
3.1. 自主ルールから日証協規則へ	107
3.2. 引受規則の概要	109
4. 引受けをめぐる日証協規則の変遷	110
4.1. 利益配分ルール	110
4.2. 配分上限ルールと親引け規制の変遷	113
4.3. 引受審査等をめぐる制度整備	117
5. IPO 価格決定プロセスの変遷	120

5.1. 類似会社比準方式	120
5.2. 入札方式	121
5.3. ブックビルディング方式	122
6. 上場株式の取引所外取引をめぐる制度の展開	126
6.1. 取引所外取引の解禁と PTS の登場	126
6.2. 取引所取引原則の撤廃と最良執行義務の導入	127
6.3. 取引所外取引の拡大と制度見直し	128
7. おわりに	131
5. 公社債市場の展開と日証協	
—社債市場の活性化にかかる取組みを中心に—	133
京都産業大学 国際関係学部 教授 横山 史生	
1. はじめに	134
2. 公社債市場の概観と証券界・日証協	135
2.1. 公社債発行市場の概観	135
2.2. 公社債流通市場の概観	137
2.3. 公社債発行市場と証券業務	139
2.4. 公社債流通市場と証券業務	141
3. 社債発行の自由化の歴史	141
3.1. 明治期から昭和期にかけての社債発行制度	142
3.2. 1980 ～ 1990 年代における社債発行制度改革	143
4. 自由化以降のさらなる社債市場の発展に向けての課題と検討—「社債市場の活性化に関する懇談会」による検討とそれを受けた制度改善	146
4.1. 「社債市場の活性化に関する懇談会」の設置	146
4.2. 引受審査の見直し等	149
4.3. コベナントの付与及び情報開示	149
4.4. 社債権者保護のあり方の改善	151
4.5. 社債等の価格情報インフラの整備	153
4.6. 社債レポ市場の整備に向けた検討	156
4.7. 社債市場の現状と課題	157
5. おわりに	159
6. 決済期間の短縮化	163
公益財団法人日本証券経済研究所 理事・主席研究員 若園 智明	
1. はじめに	164

2. 決済期間の短縮化を巡る国際的な潮流：2000 年頃の改革活動（第 1 段階の改革）	165
2.1. 証券決済期間の短縮化を巡る米国等の動向	166
2.2. 金融審議会第一部会答申（2000 年 6 月）	168
2.3. 証券受渡・決済制度改革懇談会①	170
2.4. T+2 化に向けた国際的な議論の再燃	174
3. 日本における T+2 化の実現（第 2 段階の改革）	176
3.1. 証券受渡・決済制度改革懇談会②	177
3.2. 証券決済制度改革推進会議	177
3.3. 株式決済期間（T+2）に関する勉強会	178
3.4. 株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ	179
3.5. 検討ワーキング・グループ最終報告書（2016 年 6 月）	180
4. まとめ：さらなる証券決済システムの進展に向けて	182

7. 証券税制	185

公益財団法人日本証券経済研究所 主任研究員 山田 直夫

1. はじめに	186
2. 証券税制の概要と変遷	186
2.1. 有価証券取引税	187
2.2. 取引所税	188
2.3. 有価証券取引税・取引所税廃止の経緯	188
2.4. 有価証券譲渡益課税	189
3. 日本証券業協会の取り組み	191
3.1. 有価証券取引税撤廃の効果—日本証券業協会の試算	191
3.2. 平成 10 年度税制改正要望時の「有価証券取引税撤廃に向けたキャンペーン活動」	191
3.3. 平成 10 年度税制改正に関する要望	194
3.4. 金融取引税制のあり方に関する検討ワーキング・グループ	199
3.5. 今後の社会構造の変化を見据えた証券税制等のあり方に関する懇談会	201
4. まとめ	204

8. 非上場株式の取引制度	207

桃山学院大学 経営学部 教授 松尾 順介

1. はじめに	208
2. 株式店頭市場の沿革	208
2.1. 戦後～新店頭市場発足までの推移	209

3. 新店頭市場の展開（1983 ～ 1991 年）	211
3.1. 店頭市場の機能拡充（1983 年）	211
3.2. 「新店頭市場」の拡大	213
3.3. 店頭市場改善策（1989 年）	215
4. JASDAQ の発足と展開（1991 ～ 2004 年）	218
4.1. JASDAQ の発足	218
4.2. 行為規制などの制度整備（1991 ～ 1992 年）	218
4.3. 店頭登録特則銘柄制度（1995 年）	219
4.4. 店頭市場の位置付けの見直し（1997 年）	222
4.5. ナスダック・ジャパンの創設（2000 年）	228
4.6. JASDAQ 証券取引所開設（2004 年）	229
5. グリーンシートと株主コミュニティ制度（1997 年～）	232
5.1. グリーンシート制度創設（1997 年）	232
5.2. 導入後の整備拡充	234
5.3. グリーンシート市場の推移	237
5.4. 株主コミュニティ制度創設と展開（2015 年～）	241
5.5. 株主コミュニティ制度の推移	245
5.6. 株式投資型クラウドファンディングの導入と展開	248
6. まとめ	251
6.1. 非上場市場における協会の歴史的役割	251
6.2. 非上場市場の可能性	251
6.3. 今後の課題と展望	252
9. 金融経済教育	255
公益財団法人日本証券経済研究所 名誉研究員 佐賀 卓雄	
1. はじめに	255
2. 金融経済教育の重要性	256
2.1. 経済活動と金融経済教育	256
2.2. 経済システムと金融リテラシー	258
3. 先進各国における金融経済教育	260
3.1. OECD	260
3.2. アメリカ	261
3.3. イギリス	263
4. 日本における金融経済教育	266
5. 日本証券業協会による金融経済教育への取り組み	270

5.1. 学校向け金融経済教育への取組み	270
5.2. 社会人向け金融経済教育への取組み	274
6. 金融リテラシーと金融行動の変化	275
7. 今後の課題	277
10. 外国証券投資の自由化	281

福岡大学 商学部 教授 伊豆 久

1. はじめに	282
2. 外国証券投資の開始と拡大～1970年代前半	282
2.1. 外国証券投資の解禁まで	282
2.2. 外国証券投資の始まり	283
2.3. 一般投資家への解禁	283
2.4. 店頭仕切り売買の開始	284
2.5. 外国投資信託販売の解禁	286
3. 石油ショックの影響	286
4. 外国証券投資の原則自由化～外為法の1980年改正	287
4.1. 1970年代末の自由化措置	288
4.2. 1980年の外為法改正	289
4.3. 海外CD・CPの取扱い	289
5. 外国証券の店頭仕切り売買における値幅制限	291
5.1. 値幅制限改正の推移	291
5.2. 損失補填防止のための値幅制限の厳格化	292
5.3. 1998年金融システム改革法にともなう改正	293
6. 外国株式信用取引の導入	294
7. おわりに	296
11. 国際業務の展開	299

日本投資者保護基金 理事長 大久保 良夫

1. はじめに	300
2. 国際業務の概観と特徴	301
2.1. 概観	301
2.2. 特徴	302
3. 自主規制に関するグローバルな基準・議論と日証協の対応	303
3.1. IOSCOによるグローバルな基準設定	304
3.2. 日証協の組織改編や自主規制見直しにおける海外事例の調査・研究	305

3.3. 金融セクター評価プログラム (Financial Sector Assessment Program: FSAP)	307
3.4. IOSCO 協力会員諮問委員会 (Affiliate Members Consultative Committee: AMCC) への参画	308
4. 海外関係機関との連携・協力	309
4.1. 連携強化の背景	309
4.2. 国際証券業協会会議 (International Council of Securities Associations: ICSA)	310
4.3. アジア証券人フォーラム (Asia Securities Forum: ASF)	311
4.4. 投資者保護・教育に関する国際的連携 (IOSCO-C8・WIW、IFIE への参画)	315
4.5. IMF 世銀総会時のイベント開催 (世界銀行、ICMA、SIFMA との連携)	316
4.6. 業務協力協定 (Memorandum of Understanding: MOU) の締結	316
5. グローバルな課題への対応	318
5.1. リーマンショックとその後の国際規制改革	318
5.2. 持続可能性や ESG に関する国際的アジェンダへの参画	321
6. 日本市場の海外向け PR	326
6.1. 海外向け情報発信の必要性	326
6.2. 日本証券サミット	327
7. おわりに	330
付 録	
年 表	333

本誌で言及された見方および情報は、今後変更される可能性がある他、筆者個人の見解に基づくものであり、筆者の所属する組織及び日本証券業協会の公式見解をあらわすものではありません。

1. 日本証券業協会の組織改編

駒澤大学 経済学部 教授 深見 泰孝

要旨

日本証券業協会は、業界団体機能と自主規制機能を併せ持った団体として活動している。世界を見渡すと、アメリカのように業界団体と自主規制機関を分離する国と、日本のように両機能を併置する国がある。

とはいえ、日本証券業協会の歴史を辿ると、その前身となる、戦時中に各府県に設立された有価証券業協会が純粋な業界団体であったのに対し、戦後、協会の機能に自主規制機能が追加される。そのきっかけは1948年に施行された証券取引法であり、有価証券の公正な取引の実現、投資者保護を目的に協会が組織されると、証券取引委員会に登録できるようにしたことに始まる。

しかし、その後、1965年の証券恐慌、1990年代初頭の損失補填事件、1997年の総会屋への利益供与事件などの度、日本証券業協会の自主規制が機能しないのは、業界団体機能を併置するからだとする外部からの批判に晒された。つまり、業界団体機能と自主規制機能を併置する協会には、両機能の間に利益相反の可能性が潜在的に存在しているため、常に両機能の分割論の脅威にさらされてきた。

こうした批判が起こるたび、日本証券業協会では自主規制機能の強化を続け、現在の両機能を組織内で画然と分離し、実質的に自主規制機能を分割するという世界に類を見ない形での運営がされている。本稿では、日本証券業協会の組織体制が、現在の形に行きつくまでの歴史を振り返っている。

目次

1. 日本証券業協会設立前史
 - 1.1. 有価証券団体の結成
 - 1.2. 証券取引法施行に伴う再発足
2. 日本証券業協会の設立
 - 2.1. 証券業協会の全国一本化の背景と10ブロック化
 - 2.2. 日本証券業協会の誕生と自主規制機能の強化
3. 自主規制機能の強化と証券取引法上の認可法人への改組
 - 3.1. 証券不祥事の発生と証券取引法改正
 - 3.2. 行政改革推進審議会による提言
 - 3.3. 業界改革推進本部、有識者懇談会の設置
4. 業界活動機能と自主規制機能の独立的運営
 - 4.1. 金融ビッグバンと二度目の証券不祥事
 - 4.2. 業界団体機能と自主規制機能の組織内分離
5. 金融商品取引法施行に伴う金融商品取引業協会のあり方

6. むすびにかえて

1. 日本証券業協会設立前史

1.1. 有価証券団体の結成

本稿では日本証券業協会（以下、「協会」と略記）の組織改編について取り上げる。現在の協会は、1973年に日本証券業協会連合会（以下、「連合会」と略記）と各地区に置かれた10協会が統合し、設立された。ただ、各地区に置かれた10の証券業協会は、歴史を遡れば、証券取引法第67条に基づいて、各地に作られた33の証券業協会がその母体となる。まず、協会が設立されるまでの歴史から振り返ろう。

協会の沿革を振り返ると、その淵源は1940年に各府県で設立された有価証券業協会とされる。戦前の証券業界は、取引所で委託売買および自己売買を行っていた仲買人（後に取引員）、公社債の引受けや売買を行っていた公社債業者、場外で現物株の売買仲介を行っていた現物商というように、取り扱う商品別に業態が多様化しており¹、証券業者の団体も業態ごとによって存在していた。

まず、結成されたのは、仲買人の団体であり、取引所と仲買人の連絡機関としての仲買委員会²であった。その後、1893年の取引所法改正に伴って、取引所ごとにすべての仲買人で構成される仲買人組合（後に取引員組合と改称）が組織された。仲買人組合は、仲買人の営業帳簿、仲買人委託手数料や証拠金の設定、規約違反者の処分、取引所からの10項目の諮問（新たに出された仲買人の営業免許願書の承認など）に対する意見表明ができるなど、取引所との連絡機関とは異なる新たな発展が見られた³。

次に、創設されたのが公社債業者の団体である。1924年から1928年に存在した全国証券会社大会がその嚆矢であり、次に1935年に全国公社債協会が作られた。これらの団体は全国の公社債業者を糾合した業界団体として活動し、全国証券会社大会では業界共通ルールの作成などが行われ、全国公社債協会では税制改革案への修正要望などを行っていた⁴。

そして、1938年の有価証券引受業法による免許を受けた8社で設立されたのが、証券引受会社協会であった。これは、政府が証券引受業者に対する監督、日本銀行引受国債の売り捌き、社債の引受、募集を通じた国策協力を促進させるために設けられたものであり、金融機関としての公共的使命の達成が強調された団体であった。

このように、仲買人や公社債業者の団体は昭和を迎えるまでに組織されていたが、現物商の団体だけは組織されていなかった。現物商による業者団体の結成に時間を要したのは、監督官庁であった商工省がそれを認めなかったことに起因する⁵。その理由は、現物商には自由営業が認められ、1938年の業者数も全国で5,000を超えていた⁶。しかも、現物商の中には仲

¹ 二上 [1990] p.1

² 東京証券業協会 [1951] p.234、山一證券 [1958] p.71

³ 東京株式取引所 [1894] p.173-174

⁴ 日本証券経済研究所 [2011] p.469-472

⁵ 「証券業者団体 当局、容認に方向転換」読売新聞 1940年8月10日

⁶ 日本証券経済研究所 [2007] p.190

買人との兼業をする有力業者もあれば、小規模な業者もあり、業者数もさることながら規模の格差も大きく、資力薄弱な業者の中には詐欺、横領を行うものもあった⁷。

また、場外で現物商が情報交換などを理由に作った団体が取引所類似施設化し、そこでジキ取引と呼ばれる差金決済による取引⁸が行われ、1936年には400件以上、その後も毎年100件以上の現物商が取引所法違反で検挙されていた⁹。そのため、それを取り締まる必要から、1938年7月に有価証券業取締法が制定されたわけだが、これが現物商による団体結成に向けた転機となったのであった。

有価証券業取締法では、不良業者の排除を目的に現物商への免許制が採られ、現物商による違法行為の防遏が可能となった。また、商工省は統制強化の過程で、証券業者への監督、取締りや統制にはむしろ連絡機関の存在は有益と判断し、従来の方針を転換して、各府県に有価証券業者の統一団体設置を慫慂する¹⁰。こうして、1940年9月11日に大阪、広島、11月2日には京都と北海道、11月16日に東京、12月1日に福岡、12月7日に愛知に有価証券業協会が設立され¹¹、その後、全国各府県に有価証券業協会が設立された。

各地の証券業協会は、商工省通達（有価証券業ノ団体設置ニ関スル件）に添付の規約案を基に協会規約を作成¹²しており、有価証券業協会は監督官庁の指導下での国策協力や業界の健全な発達を期することなどを目的に設立された。有価証券業協会の行った業務には、戦時債券の引受、消化、有価証券業者の整備協力などがある。

戦時債券の引受、消化では、監督官庁から消化の悪化していたその会員への引受斡旋の要請を受け、有価証券業協会が会員の引受希望数量を取り纏めて消化に協力している¹³。そして、有価証券業者の整理では、国家総動員法に基づく企業整備令によって人材の戦争動員が図られる過程で、1943年に取引員を対象とした取引員業整備実施要綱と、有価証券業者を対象とした有価証券業整備要綱が出された。前者は取引員組合が対応したが、後者は、全国の約2,000の有価証券業者の8割程度を整理することが目指され、各地の有価証券業協会が各都道府県と整備計画の策定に協力した¹⁴。そのほかにも、各社の発行していた気配状や仲値表を有価証券業協会による統一発行にして資材節約に協力し、有価証券業者の受渡期日履行に関する件¹⁵などの通達や法令の協会員への伝達、意見聴取、監督官庁との調整なども行っていた。

こうした業務を行っていた有価証券業協会の組織は、有価証券業（現物商）の免許取得者

⁷ 日本証券経済研究所 [2001] p.374

⁸ 有沢 [1978] p.97。なお、それ以前から証券交換所や東京株式現物業組合、東京実株業組合などが結成され、そこで取引所類似行為が行われており、これの取締りが長年の課題であった。

⁹ 日本証券経済研究所 [2001] p.377

¹⁰ 日本証券経済研究所 [2007] p.224-226

¹¹ 日本証券業協会連合会 [1972] p.691-703

¹² 日本証券経済研究所 [2007] p.222-224、226-228、233-238

¹³ 東京の引受消化額は不明だが、大阪は1,576万円に達した（大阪証券業協会 [1951] p.505-506）。

¹⁴ 大阪証券業協会 [1951] p.383-384、511-512、証友会小史編纂委員 [1957] p.126-127、東京証券業協会 [1951] 附編 p.7、黒澤 [1982] p.155-157、日本証券経済研究所 [2007] p.376

¹⁵ 日本証券経済研究所 [2007] p.267-268

を強制加入させ、会員の中から理事、監事を選任し、理事によって理事会を構成して、そこで会員総会への提出議案の精査や会員の脱退の諾否などが審議された。そして、会員総会では規約変更、規程の制定や改廃、予決算、理事、監事、顧問、相談役の選任、会員の除名などが審議され、会員には会員総会での議決権と、役員候補者指名委員選挙の被投票権および投票権が付与されていた¹⁶。

1.2. 証券取引法施行に伴う再発足

終戦を迎えると、GHQは終戦直前に取引を停止した証券取引所の再開を禁止した。しかし、敗戦直後から換金売り、インフレを見越した換物買いが証券業者の店頭で行われ、株式の流通は自然と発生していた。ただ、この売買は仕切り売買で行われるため、業者ごとに価格が異なっており、売買が活発に行われるようになると、証券業者間で民需株（公共、運輸、紡績、食品など）の気配交換も始まった¹⁷。こうして株式の流通は行われていたが、GHQは依然として取引所の再開を許さず、早期再開が見通せない状況であった。

そこで、東京では才取人の組織である実栄会や実友会、大阪では大阪府有価証券業協会が中心となって店頭取引の組織化が進められ、集団取引へと発展、全国に広がっていく¹⁸。ただ、集団取引の取引高増加に伴って、受渡期限を遵守しないケースも散見され、東京では取引員組合、大阪では大阪府有価証券業協会がその管理、監督に当たっており、やがて東京でも有価証券業協会がそれを担うようになった¹⁹。

一方の発行市場では、1946年になると水産会社や電鉄会社、興業会社などの新設会社の株式公募が始まり、翌年には財閥解体に伴うSCLC（Securities Coordinating Liquidation Committee：証券処理調整協議会）の放出株や企業再建整備増資、増資による設備資金の調達が行われ、大量の株式が市場に供給された。この株式の大衆消化のために、証券民主化運動が行われる。そして、この運動の全国化のため、各地の証券業協会はその全国組織として、1947年3月に証券業協会全国連合会を設立した²⁰。

証券業協会全国連合会では、公開株式の募集売出に対する機会均等を目的として、公開株式取扱規程を策定²¹し、引受団に参加できない業者にも、その機会を与えることで大量の公募株式の消化が図られた。また、社債についても、社債の引受、売出、募集に関する申合せにより、社債引受シンジケートが引受額の5%を証券業協会に提供し、引受業者以外の証券業者にも取扱いの機会を与えていた²²。

¹⁶ 日本証券経済研究所 [2007] p.226-228、233-237

¹⁷ 東京証券業協会 [1951] p.80。なお、大阪では10月初旬に店頭取引が始まり、同時期に気配交換や出来値交換が行われたとされる（大阪証券業協会 [1951]『証券十年史』p.252-253）。

¹⁸ 日本証券経済研究所 [1985] p.207、大阪証券業協会 [1951]『証券十年史』p.253

¹⁹ 東京取引員組合は1948年3月30日に解散し、東京証券協会に業務が移管された（東京証券業協会 [1951] p.238）。

²⁰ 日本証券業協会連合会 [1972] p.17。その後、証券業協会全国連合会は1947年12月に全国証券協会連合会、1948年7月に全国証券業協会連合会に改称し、1948年12月に解散している。

²¹ 日本証券業協会連合会 [1972] p.17

²² 東京証券業協会 [1951] p.199

そして、1948 年になると証券民主化運動や配当制限の緩和、インフレに伴う換物熱が高まり、株価が急騰して、売買高も飛躍的に増加（図表 1）した。それに伴って決済の遅延も見られるようになり、証券業協会では集団取引を臨時休会して決済処理を急ぐ²³ 一方、期日に受渡決済を行えるよう対策を採った。このように証券業協会は、売買高が急増する場外取引の秩序維持を担っていた。

（図表 1）集団取引、店頭取引の売買高の推移

（単位：株）

	集団取引	店頭取引
1946 年	41,104,822	33,723,533
1947 年	120,794,128	247,543,703
1948 年	282,319,040	614,796,552
1949 年	264,521,016	548,894,683

※ 1946 年は 8 月から 12 月、1949 年は 1 月から 5 月 13 日が対象

（出典）東京証券業協会 [1951] p.166-167 より作成

そして、市場の拡大や証券民主化運動による大衆投資家の増加に伴い、国民経済の民主化の徹底、国民が証券に資産を安心して投資できるよう、1947 年 3 月に従来の取引所法、有価証券業取締法、有価証券引受業法、有価証券割賦販売法を統合した証券取引法が公布された。証券取引法の目的は、国民経済の適切な運営および投資者保護に資することにあり、有価証券の発行や売買取引を公正にし、有価証券の流通を円滑にすることであった。そのため、有価証券の発行に関する届出制度や証券業者の取締り、取引所制度に加え、証券取引の適正と投資者の利益保護のため、学識経験者で構成される証券取引委員会²⁴の設置が規定された。

ところが、この法律は証券取引委員会に関する規定だけが施行され、その他はアメリカの証券法や証券取引所法を範に改正された。この改正法が、証券業協会の機能を大きく変化させることになる。すなわち、改正法では、有価証券の発行に関する届出制度の改正や証券取引委員会の権限強化、証券業者や証券取引所への登録制度の採用と金融機関による証券業の禁止、証券取引所での売買取引に関する規定の改正とともに、証券業協会に関する規定が設けられた。

証券業協会に関する規定が設けられた理由は、証券業者自身の自治的な活動によって、業者の不当な利得行為を防止して取引の信義則を担保し、場外市場での公正な取引の実現、投資者保護に資するためであった。そして、有価証券の公正な取引の実現、投資者保護を目的に協会が組織された場合、それを証券取引委員会に登録（証券取引法第 67 条）できた。ただし、戦前の協会とは異なり、加入は強制されていない²⁵。また、各地の協会が共通の目的で連合会を組織した場合も、それを証券取引委員会に登録（証券取引法第 71 条）できた。

²³ 証友会小史編纂委員 [1957] p.17-18、大阪証券業協会 [1951] p.266、271-272

²⁴ 証券取引委員会は、証券取引に関する重要事項について、独自の立場から調査、審議などを行い、証券行政運営の中核となるべく独立的機関として位置付けられた（日本証券経済研究所 [1981] p.78）。

²⁵ 1951 年 1 月末時点で、未加入業者が 6 社あった（東京証券業協会 [1951] p.258）。

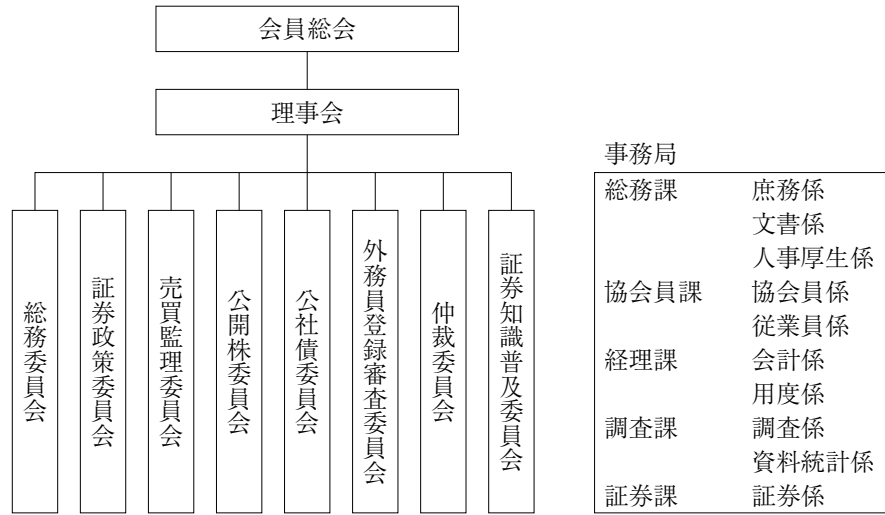
この規定に基づいて、1948年から50年にかけて全国各地に34の証券業協会が設立され、1949年にはその連合組織として、連合会が設立された。

連合会と各地に設立された証券業協会の関係は、連合会の定款によれば、連合会は各地の証券業協会が共同の目的をもって組織し（第3条）、入会を希望する各地の証券業協会を会員とする団体（第8条、第9条）であった。そして、会員間の連絡を緊密にして法令遵守の強化、有価証券の公正な取引の実現と投資者保護を目的とし、会員の定めた公正慣習規則その他規則により各地の証券業協会に所属する協会員の業務上の不当行為を抑止、紛争調停、政府への意見具申などを行った（第4条、第5条）。ただ、連合会は各地の証券業協会に対して必要かつ適切なきに、その定款その他規則の変更を求めることができる（第25条）ものの、それを指示する権限は持ち合わせていなかった。

一方、各地の証券業協会の目的や業務、その組織を東京証券業協会²⁶で確認しておく、その目的は、会員間の秩序維持と法令規則の遵守、有価証券の公正な取引の実現と投資者保護にあった。そのために、公正慣習規則ほか必要な規則を制定、施行し、詐欺や相場操縦、手数料や費用の不当な徴収などの不当行為の防止、取引の信義則の助長、投資者と協会員間や協会員同士の紛争の調停などを業務とした²⁷。

そして、その組織は図表2のとおりであり、理事会が業務運営・管理主体となり、理事会の監督の下に常設委員会やその他の委員会を設置して、各委員会は管掌事項について調査、研究、討議を行い、その結果を理事会に報告して、理事会による承認、決議により、その業務を遂行する体制が採られていた。常設委員会には総務、証券政策、売買監理、公開株、公社債、外務員登録審査、仲裁、証券知識普及の8つあった。

（図表2）東京証券業協会組織図



（出典）東京証券業協会 [1951] p.258-287、東京証券業協会 [1950] p.7-11 より作成

²⁶ 東京証券業協会は、東京府有価証券業協会を前身とするが、1943年7月から1947年4月は東京府有価証券業協会、1947年4月から11月は東京証券業協会、1947年11月から1948年7月は東京証券協会、1948年7月以降は東京証券業協会へ改称している。

²⁷ 東京証券業協会 [1951] p.258-259

また、各委員会の管掌事項は、総務委員会が定款や諸規則の改廃、入会審議などを行い、証券政策委員会が証券および証券業に関する諸問題の調査研究を行った。次に、店頭取引処理委員会が店頭取引の管理と事故株式の処理を、公開株委員会は株式公開の条件などを決め、公社債委員会は公社債の売買管理、引受、売出、募集または募集の取扱いを担当した。そして、外務員登録審査委員会は外務員適否の審査、登録やその取消しなどを行い、仲裁委員会は紛争処理を担当し、証券知識普及委員会は証券に関する知識普及、証券民主化運動、世論調査などを、税務委員会は税法研究、証券税制に関する意見表明などを担当した。

さて、1949年に証券取引所が再開され、取引所取引と店頭取引が画然と区別されるようになると、取引所が店頭取引の管理を行うことに妥当性が認められないため、店頭取引の管理を各地の証券業協会が行うようになる。

東京では1949年に店頭取引処理委員会が設けられ、店頭取引処理申合せや店頭取引事故株式および権利の引渡し未済の処理に関する申合せ（1949年）、受渡後1年を経過した事故証券の処理申合わせ、発行日決済取引証券に関する店頭取引規則（1950年）などが策定された。また、店頭取引銘柄には取引所のような上場基準は存在せず、証券業者が自由に売買できる。しかし、これでは店頭取引の秩序ある運営が担保できないため、店頭取引承認制度を作り、店頭取引のルールを明確化させた²⁸。

ただ、上場証券の管理は上場規則や受託契約準則などに基づいて行われるが、店頭取引は先に述べた申合せによって行われるため、その厳しさに地域差が見られた。1950年に起きた旭硝子や新光レイヨンの権利株（ヘタ株）の投機化を契機に、証券取引委員会が店頭取引に対する取締りを強化する。その一環として、証券業協会に従来の申合せの整理統合が要請され、公正慣習規則（協会員間の証券の売買その他の取引の慣習をまとめたもの）や統一慣習規則（証券会社間の証券の売買その他の取引の慣習が不確定、不統一なために生じる紛争、誤解の排除を目的としたもの）が制定された²⁹。

その後も、公社債店頭取引では1955年からは電信電話債券、1959年には割引電債の気配交換が開始され、株式店頭取引では1957年に店頭売買承認制度銘柄の拡大、1960年には店頭株の公開基準変更が行われている。その結果、店頭公開企業数や店頭売買高が著しく増加し、地方の証券取引所の売買高を上回るようになる。こうした店頭取引の拡大に、国会では店頭取引が市場類似施設の開設に当たるとの疑念が出された³⁰。

この議論がきっかけとなって証券取引審議会（以下、「証取審」と略記）でもこのことが審議され、新たな集団取引の場を設けて、これに店頭売買承認銘柄を吸収すれば、集団的な店頭取引がなくなると結論づけた。そして、これに基づいて東京、大阪、名古屋の各証券取引所に市場第二部が開設され、店頭での集団取引は原則禁止された。

しかし、市場第二部開設後も店頭市場での資金調達を望む未上場企業が増え、それに連れ

²⁸ 東京証券業協会 [1951] p.175-176。同様の取決めは、大阪でも行われていた（大阪証券業協会 [1951] p.282-291）

²⁹ 日本証券業協会連合会 [1961] p.72

³⁰ 第38回国会衆議院大蔵委員会第7号（1961年2月16日）、第38回国会衆議院予算委員会第17号（1961年2月21日）

て店頭市場の売買高が再び増加していく。これに対し、東京では登録基準をクリアした銘柄を登録³¹し、その価格や発行会社に関する資料公開を行う店頭売買銘柄登録制度が設けられた。こうして証券業協会は業者間の親睦、連絡機関という業界団体としての機能と、主として店頭取引に関する自主規制機能を併せ持った団体として、再スタートしたのである。

2. 日本証券業協会の設立

2.1. 証券業協会の全国一本化の背景と 10 ブロック化

1948 年以降、各地に証券業協会が設立されたが、1965 年ごろからその全国一本化が組上にのぼった。そのきっかけは、1964 年の証取審の中間報告であった。1963 年 6 月から始まる審議の背景には、証券業者を巡る問題（外務員の関わる証券事故の多発、顧客から預かっている株券の横領、外務員による不当な投資勧誘に基づく顧客との紛争など）が表面化し、証券界に対する投資家の信頼回復、投資者保護の必要が生じたことがあった。

審議会では、証券事故の抑止、投資者保護には証券業者への免許制の導入や、自主規制機能の強化に向けた証券業協会の全国一本化、証券外務員資格の厳格化と監督強化を答申した。証券業協会の全国一本化に関しては、自主規制機関としての証券業協会が担う役割を極めて重要と評価し、自主規制のさらなる充実強化には、証券業協会への加入義務化や非会員理事の登用による公共性、中立性の向上、さらに協会間の自主規制内容などを統一するべく全国単位の証券業協会の設立が望ましいと答申した。

そして、この答申に基づいて行われた証券取引法改正の国会審議では、衆参両院の大蔵委員会で、証券業協会や証券取引所のあり方などにも十分な検討を加えるべきとの付帯決議がされた。

また、日本証券経済研究所に設けられた資本市場研究会でも、アメリカでの証券諸法は自主規制の精神が中心に置かれているが、日本はこの点の認識が不十分である。そして、各地の証券業協会は自主規制機能を有するものの、同業者団体としての活動が大半を占め、自主規制能力は薄弱である上、連合会の統率力も十分とは言えない³²。そのため、各地域の協会の全国一本化を前提に、強制加入によってすべての証券業者に自主規制が行える仕組みの確立、そして公益理事の登用による業界関係者以外の意見の反映が必要と指摘³³した。

さらに、1967 年に証取審も、証券市場が拡大発展によって国民経済への重要性を増すと、証券業協会の自主規制機関としての重要性はますます高まり、再び証券業協会の全国一本化、自主規制の充実、強化を強く主張した。

そこで、連合会の理事会で証券業協会の自主規制機能強化が議論され、証券会社の免許制

³¹ 登録に際し、当該株式の 30 万株（券面額が 500 円の場合は 3 万株）を登録の申請を行った会員業者が取得し、登録後すぐにその 20%以上の株式を 20 社以上の協会員に対して売却することが申し合わされた。

³² 資本市場研究会の議事録によれば、東京は自主規制機関としての性格も持ち合わせているが、その他の証券業協会は同業者団体的性格が 9 割を占め、証券業協会によって性格や活動が大きく異なることや、連合会が各地域協会のまとめ役に過ぎず、その理事会は各地域協会から理事が選出され、その理事が同業者的立場から発言することが多く、自主規制機能の強化が進まなかったことが全国統一化の背景にあったことや、同業者団体機能と自主規制機能の分離も議論されていた。

³³ 高橋 [1965] p.24-25、p.37-38

移行を契機として、1968年3月に全国33協会の10ブロックへの統合（図表3）が決定された。また、連合会は定款第25条を改正して、各ブロック協会の諸規則制定および指導監督を強化し、その実現後に全国一本化、各ブロック協会を支部化する方針を打ち出した。こうして1968年5月に全国33協会の10ブロック化と、連合会の権限強化が行われた。

（図表3）証券業協会の変遷とブロック協会の管轄地域

ブロック	管轄地域	旧地域協会
北海道	北海道	北海道
東北	宮城、岩手、福島、秋田、青森、山形	東北
東京	東京、神奈川、埼玉、千葉、山梨、栃木、茨城、群馬、新潟、長野	東京、神奈川、埼玉、千葉、山梨、栃木、茨城、群馬、新潟、長野
名古屋	愛知、静岡、三重、岐阜	名古屋、静岡、三重、岐阜
北陸	石川、福井、富山	石川、福井、富山
大阪	大阪、京都、兵庫、奈良、和歌山、滋賀	大阪、京都、神戸、奈良、和歌山、滋賀
広島	広島、山口、岡山、鳥取、島根	広島、山口、岡山、鳥取、島根
四国	香川、愛媛、徳島、高知	四国
九州	福岡、佐賀、長崎	九州
南九州	熊本、大分、鹿児島、宮崎	南九州

（出典）日本証券業協会連合会〔1972〕p.306より引用

2.2. 日本証券業協会の誕生と自主規制機能の強化

このように全国33協会の10ブロック化は、全国一本化に向けた過渡的な措置であったが、その後の進展がなかったことに大蔵省は業を煮やし、1971年に協会監査機能の強化、自主的処分体制の確立、従業員に関する諸制度の整備などの自主規制の強化が急務として、全国一本化を要請する³⁴。

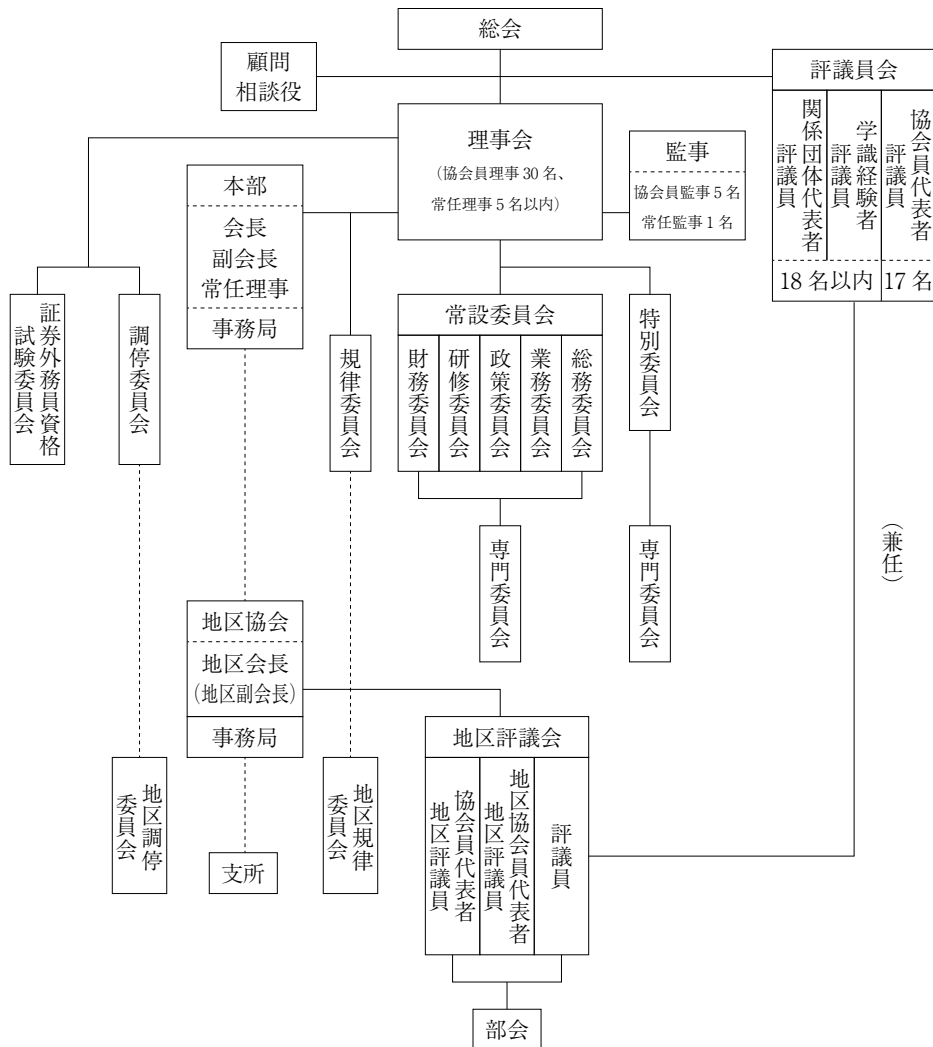
この要請に対して、連合会では「組織に関する特別委員会」を設置して、この問題を慎重に検討した。委員会での議論では、自主規制機能の全国統一的な充実強化のため、既存の連合会と全国10のブロック協会を解散して、協会を全国一本化することとした。

そして、その組織は協会の業務運営の重要事項を審議、決定する理事会、協会運営を効率的に行うための顧問的な諮問機関としての評議員会、理事会の諮問機関としての常設委員会、常設委員会の下には専門的事項を調査する専門委員会が設けられることにした。さらに、理事会が必要に応じて特別委員会と、その下に専門的事項を調査する専門委員会が設置できた。

そのほかに、会長の諮問機関として証券会社役職員の規律保持のため、本部と各地区に規律委員会が設置され、協会の付置機関として、顧客との紛争を中立的に処理するための調停委員会や証券外務員資格試験委員会などが設けられた（図表4）。また、主として協会員の法令、諸規則の遵守状況や対顧客関係業務の状況、保護預かり有価証券の管理状況を監査する監査員の拡充、その教育訓練も行うこととした。

³⁴ 有沢〔1978〕p.363-364、日本証券業協会〔1983〕p.13

(図表4) 社団法人 日本証券業協会組織図 (1973年7月)



(出典) 日本証券業協会 [1973] 『証券業報』 第276号、p.17 より引用

その一方で、地方での業界団体業務を円滑に遂行できるよう、本部のほかに既存の 10 ブロック協会の所在地には地区協会と地区会長を置いた。そして、地区協会には地区会長の諮問機関、協会の意思疎通の場として地区評議会が設置されるなど、業界団体業務が主として行われていたが、一部の自主規制業務も行われていた³⁵。

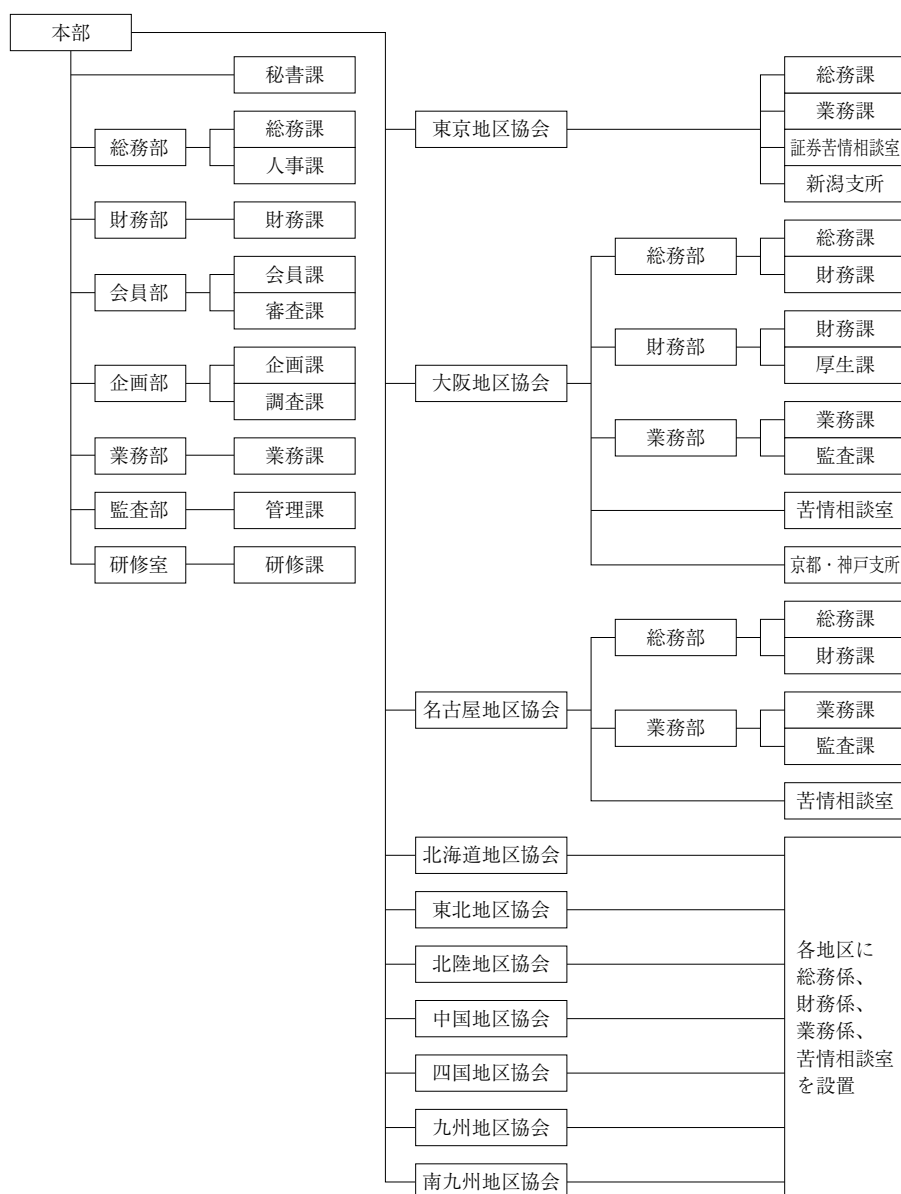
また、役員等の定数およびその配分と会費徴収基準も検討され、役員定数として、会員理事 30 名、常任理事 5 名以内、会員監事 5 名、常任監事 1 名、評議員 35 名以内（学識経験者、関係団体代表者 18 名以内、会員代表者 17 名）とし、その地区協会別配分も定められ、併せて地区評議員も東京、大阪、名古屋地区は各 20 名以内、その他の地区は各 10 名以内と定め

³⁵ 地区での協会業務には、本部から移管された業務と地区独自の業務があり、前者は協会員への監査や軽微な規則等の違反行為に対する処置、会員間の紛争解決やあっせん、調停、研修の実施、広告審査などで、後者は福利厚生を中心としていた（日本証券業協会 [1983] p.260-261、272-275、深見、二上 [2018] p.45-47）。

られた。そして、会費徴収基準は定額分（1社あたり毎月1万円）、支店割（1店舗あたり毎月5,000円）、営業所割（1店舗あたり毎月2,000円）、従業員割（1人につき毎月200円）、売買高割（株式および公社債の売買高によって徴収）によることとし、そのほかに10億円程度の基金を設けることとした。

また、こうした協会活動を支える事務組織として、業務運営全般の管理、政策、企画、国際間の連絡や地区協会への連絡調整を行うための部署を本部に設け、各地区協会では管轄協会会員間の連絡調整や協会員の庶務的窓口事務などが行われた。そして、東京、大阪、名古屋の地区協会には必要に応じて部課制を敷けるようにした（図表5）。

（図表5）社団法人 日本証券業協会事務局機構（1973年7月1日）



（出典）株式経済新聞社〔1974〕より作成

このように、「組織に関する特別委員会」によって、「日本証券業協会（仮称）要綱」がまとめられ、1973年2月9日の連合会理事会でこれが了承された。それを受けて、3月に設立発起人会が設置され、設立趣意書や設立代表者の候補者決定、定款案や諸規則案の作成、初年度および次年度の事業計画、予算案の作成、役員候補者の選定が行われた。こうした過程を経て、1973年6月7日に社団法人日本証券業協会の創立総会が行われた。

創立総会で瀬川美能留発起人代表は、国民経済の適切な運営および投資者保護の精神に基づき、証券業の健全な発達とその社会的、経済的信頼の確立を図り、さらに国際交流を通じて資本市場の発展に寄与する決意が表明された³⁶。また、協会運営の根幹となる定款でも、原案の基本的な考え方として、法令遵守と秩序の保持、自主規制機関としての機能の強化促進、監査の充実、役職員研修の向上など証券界に求められている使命の遂行が目指され³⁷、69条から成る本則と付則で構成される定款が承認された。

創立総会后、1973年6月9日に協会は大蔵大臣に設立許可申請を行い、同年7月1日に民法第34条に基づく設立許可を、さらに翌日には社団法人設立登記を完了した。そして、7月5日に証券取引法に基づく証券業協会登録原簿に登録された。こうして社団法人日本証券業協会がスタートした。

これまで述べてきたように、証券業協会の全国一本化の背景は、自主規制機能の強化充実にあった。それには定款、諸規則の整備と強固な財務基盤が必要となる。

前者については、定款は創立総会で承認されたが、公正慣習規則や統一慣習規則³⁸などの諸規則は、新協会発足後にその制定、改廃を行うこととなり、その間は暫定措置として旧協会の諸慣習を新協会の規則、細則とみなすことが総会で決議された³⁹。その後、1974年11月に旧協会の諸規則を全国的に統一して整備し、新たな公正慣習規則と統一慣習規則が制定された。

また、後者に関しては、「日本証券業協会（仮称）要綱」で明記された基金（10億円）の拠出方法が、協会運営特別委員会で検討された。委員会では、10億円のうち5億円は資本市場振興財団からの助成によって、残り5億円を協会員によって拠出することとした。そして、協会員拠出の5億円の拠出方法、拠出時期が財務委員会で検討され、資本金割で2億5,000万円（1974年1月31日現在の資本金1億円につき約162,500円）、売買高割で2億5,000万円（株式分2億2,500万円～1株につき約9毛8糸、公社債2,500万円～100円につき約7糸4忽）を拠出することにし、1974年3月末に実施された⁴⁰。

こうして協会は、業界団体、店頭市場の管理、自主規制という三つの機能をもつ組織自体に変化はないが、全国33協会の10ブロックへの統合、全国一本化の過程で、法令などの違

³⁶ 日本証券業協会 [1983] p.23

³⁷ 日本証券業協会 [1983] p.25

³⁸ 公正慣習規則とは、協会員の有価証券の売買その他の取引に関する公正な慣習を促進して取引の信義則を助長するために設けられた規則であり、統一慣習規則とは、協会員の有価証券の売買その他の取引およびこれに関連する行為に関する慣習を統一し、取引上の処理を効率化して、紛争を排除するために設けられた規則である。

³⁹ 日本証券業協会 [1983] p.30

⁴⁰ 日本証券業協会 [1983] p.33

反者の処分や協会員への監査の実施、広告審査、協会員と顧客間や協会員同士の紛争解決など、これまでより自主規制機能が強化された組織となった⁴¹。

3. 自主規制機能の強化と証券取引法上の認可法人への改組

3.1. 証券不祥事の発生と証券取引法改正

1973年に設立された協会は、機能面で自主規制機能が強化されたものの、業者団体の色彩が比較的濃かった。1990年代初頭に自主規制機能が大幅に強化され、証券取引法上の認可法人へと改組される。そのきっかけが証券不祥事であった。まず、証券不祥事がどのような事件だったかを振り返っておこう。

1989年9月、大和証券の法人営業部門が、大口顧客との取引で発生した約100億円の損失を三協エンジニアリングに飛ばし、それを放置できなくなったため、大和証券の関連会社の株式を安価で譲渡し、それを高値で買い戻して損失を補填していたことが明らかになった。

当時の財テクブームで、証券会社各社は利回り保証をした上で事業法人などから特定金銭信託契約に基づく勘定を利用した取引（いわゆる営業特金）で資金を集め、それを実質的に一任運用していた。株価の上昇中には問題は起きないが、下落に転じると損失が発生し、証券会社の経営に影響を与える。これに対し、当時の大蔵省証券局長は証券会社への検査では、飛ばしや損失補填を中心に検査するよう命じ、検査中の会社でもそれらが行われていたことを把握した⁴²。こうした事態に大蔵省証券局長は、1989年12月26日に協会長宛に「証券会社の営業姿勢の適正化および証券事故の未然防止について（通達蔵証第2150号）」を示達した。

この通達では、まず法令上の禁止行為である損失保証や特別の利益提供による勧誘はもちろん、事後的な損失補填や特別の利益提供を禁じた。そして、営業特金は原則として翌年12月末までに投資顧問業者に移管させ、各社が内部点検を行って、損失補填の有無、金額などを3月末までに明らかにし、違反行為があれば厳正に対処することを求めた。また、公募株などを特定顧客に販売する親引けを禁止し、公正な販売を求めた。証券会社各社はこの通達に基づいて内部点検を行い、大手4社と準大手6社から損失補填を行っていたことが大蔵省に報告された。

これにより、損失補填問題は終焉を迎えるかと思われたが、そうはならなかった。内部点検結果を報告した翌年の1991年6月、大手4社が650億円の損失補填をしていたことが報じられた⁴³。しかも、この報道がされる直前の5月には、1989年から90年にかけて行われた広域暴力団稲川会による東急電鉄株買い付け資金を、野村ファイナンスと日興クレジットが

⁴¹ 1964年2月12日に証券取引審議会答申「証券業者に関する諸問題について」で、自主規制機関としての証券業協会の果たすべき役割は極めて重大と提言されたことを受けて、連合会は1964年6月2日に各地の証券業協会に対して監査規程の制定と監査室の設置を要請し、各地の証券業協会では協会員に対する書類監査と実地監査を行うようになった。また、広告審査は1969年に広告に関する規定が制定された。

⁴² 日本証券経済研究所〔2012〕p.118

⁴³ 「4大証券、200億円申告漏れ―損失補てん、計650億円に」日本経済新聞1991年6月23日朝刊

融資していたことが報じられたばかりであった⁴⁴。こうした証券界を巡る相次ぐ不祥事の発覚に、証券会社に対する社会からの不信任は高まり、実態解明はもとより実効性のある規制整備を求める声が強まった。

こうした批判に対し、7月には大蔵省証券局長が協会長宛に、一任勘定を原則禁止する通達「有価証券の取引一任勘定取引について（蔵証第1135号）」を示達するとともに、証券検査官を増員して大手4社に対する抜き打ち一斉検査を行い、1990年4月以降の損失補填の有無を調べるとともに、本省監理会社18社にも自主的な再点検結果の報告を求めた。

7月23日には、大手4社が合計1,283億円の損失補填を明らかにし、このほかにも、準大手、中堅13社、中小証券4社でもそれが行われており、これらを含めた損失補填の総額は、証券会社21社で合計1,729億円（1988年9月期から1991年3月期）に上った⁴⁵。さらに、9月24日には大蔵省による一斉検査の中間報告が纏められ、1989年末の通達（蔵証第2150号）以後も損失補填が行われ、その金額が435億円に上ることが明らかになり、損失補填額の総額は2,164億円に上った⁴⁶。

一連の損失補填問題に対して大蔵省は、大規模で広範囲に亘るとともに、組織的に行われていたことを問題視し、1991年7月18日、証券取引法改正案を国会に提出する方針を固めた。改正案では、損失補填の定義を明文化した上で、証券会社による損失補填（保証）、利益保証（追加）の禁止、顧客が証券会社に対してそれを積極的に要求することも禁じ、違反者には罰則（1年以下の懲役、100万円以下の罰金）を科す⁴⁷とともに、取引一任勘定取引の禁止が規定された。この改正は1991年9月20日に衆議院「証券及び金融問題に関する特別委員会」で審議が始まり、同年10月3日に参議院で可決、成立し、翌年1月1日から施行された⁴⁸。

このように、政府は緊急対応として証券取引法を改正し、損失補填の禁止、証券会社の取引一任勘定取引を禁止したのと並行して、同年7月26日には証券市場に関する問題の抜本的な解決に向けて、海部首相は臨時行政改革推進審議会に対し、「目下社会問題となっている証券等の不公正取引に関連して、監視・適正化のための行政組織の在り方を含む基本的な正策」の検討を要請した。

⁴⁴ 「暴力団稲川会、東急電鉄株大量買い、融資の担保に一証券系会社から360億円」日本経済新聞1991年6月23日朝刊

⁴⁵ 財務省総合政策研究所〔2019〕p.329

⁴⁶ 「91年3月期、435億円補てん—4大証券、延べ78法人、10億円以上16件」日本経済新聞1991年9月25日朝刊

⁴⁷ 証券不祥事の発覚以来、罰金や過怠金が低額なため抑止効果が低いとの批判があり、協会でも1991年に2度の過怠金の引き上げを行った。まず、6月にはそれまでの最大50万円を500万円に引き上げ、9月には1億円に再引き上げしている。なお、政府も証券取引法を改正し、相場操縦に対する罰金をそれまでの最大300万円を3億円に、損失補償、損失補填のそれをそれまでの最大100万円から1億円に引き上げた。

⁴⁸ ただ、衆参両議院で付帯決議が行われ、損失補填を行った業者への重課の導入や、証券業協会や証券取引所の自主規制ルールへの公開、自主規制機関としての機能強化、行政部門から独立した検査、監視機関の設置などが求められた。

3.2. 行政改革推進審議会による提言

1991年7月26日、海部首相からは是正策の検討を要請された臨時行政改革推進審議会では、約1ヶ月半の間に、大蔵省や法務省、警察庁、協会、証券取引所からのヒアリングや経団連、有識者からの意見聴取を含めた10回の会合を行い、9月13日に「証券・金融の不正取引の基本的是正策に関する答申」を提出した。

答申では、証券不祥事の背景として、証券行政が業者の保護・育成に偏り、証券市場における競争が十分ではないこと。そして、証券取引に適用されるルールが不明確で、制度としては自主規制が導入されているが、関係者の自覚が極めて不十分だったことを挙げ、大蔵省の証券行政と業者の体質が問われているとした。そして、信頼回復に向けて、自由、公正で透明、健全な証券市場の実現を基本的な目標とし、その基本的是正策として、①行政、自主規制機関、検査・監視体制それぞれのあり方や自己責任の徹底を求めた。

また、証券不祥事が、わが国証券市場に対する国内外の不信感を生んだ大きな原因の一つとして、証券会社や投資家が守るべき規範、証券取引のルールが不明確であり、ルール違反に対する制裁も不十分であったことを挙げ、具体的な提言を行った。この提言は、制度面の改革と行政の透明性の二つの視点から行われた。

前者では競争原理の活用、投資者保護の徹底を旨とした市場育成へと行政を転換させる必要を訴え、健全な証券市場の発展を図り、自由な競争と公正な取引を促進できるよう制度、ルールなどを定め、競争促進を図る観点から証券業の登録制への移行、株式などの委託売買手数料の自由化を提言した。一方、後者では証券取引法などの法令の枠組みの下で、通達や法律上の強制力をもたない行政指導の多用が、証券行政に不透明性を生んだとして、可能な限り通達などの法令化、自主規制規則化を行い、行政指導の原則廃止を提言した。

また、自主規制機関が十分に機能しなかった背景として、関係者の自主規制への自覚が不十分なことや規制が行政指導中心で行われていたことを挙げている。その上で、公正で透明な自主規制ルールを設けて、ルール違反を厳しく監視、処分する仕組みと慣行の確立を求め、協会に対しては、業界団体としての機能を兼ね備えている定款を見直し、業界団体としての性格の払拭、自主規制機関への純化を求めた。

さらに、検査、監視体制のあり方にも言及し、証券、金融、為替市場の相互連携が強まる中、各業態の相互乗り入れの進展なども勘案し、これら三市場を対象とした検査、監視体制の構築、中立的、客観的に市場ルールの遵守状況を監視する機能の強化、行政部門からの中立性確保のため、大蔵省に行政部門から独立した国家行政組織法第8条に基づく証券、金融検査委員会（仮称）の設置を求めた。そして、この委員会の委員には、公正で権威の高い第三者を任命できるよう国会の同意を必要とし、機関としての独立性を担保するため、委員の職務も独立職権行使を明記し、その身分も厳格な保障規定を求めた。

こうした提言を受け、証取審では証券不祥事を生んだ制度の歪みの是正、競争促進に向けた議論が行われた。前者では、自主規制機関の体制整備、機能強化、可能な限りの指導、通達の法令化、口頭による行政指導の廃止、行き過ぎた大量推奨販売の禁止が、後者は、株式委託売買手数料の大口取引からの自由化などが答申された。

政府は、この答申を受けて関連法改正の準備を進め、その一環として1992年6月に証券

取引法などの改正を行う（1992年7月20日施行）。その内容は、既に設置を決めていた証券取引等監視委員会⁴⁹への強制調査権や告発権の付与による検査、監視体制の強化とともに、自主規制機関の機能強化、店頭市場の不正取引規制の整備、法人への罰則強化、一部の通達の法律化などであった⁵⁰。

協会に関連するものとしては、自主規制機能強化の観点から証券取引法第68条が改正され、協会が証券取引法上の認可法人となり、これに伴い外務員登録に関する事務が協会に移管（第64条の5の改正）され、協会の自主規制機関としての位置づけが明確になった。また、通達、事務連絡などの協会規則への移管や店頭登録銘柄の登録、管理に関する協会の権限が法律に明定され、さらには投資家からの苦情処理に関する規定の整備など、協会機能の拡充が行われた。こうした政府、行政改革推進審議会、証取審での協会の自主規制機能強化に向けた議論と並行して、協会でも業界改革推進本部や有識者懇談会を設置し、業界改革に向けた検討が行われていた。

3.3. 業界改革推進本部、有識者懇談会の設置

証券不祥事をきっかけに、証券界に対する不信感は日増しに高まった。そのことが証券投資の低迷に拍車をかけ、結果として証券市場の機能が十分に発揮できかねないという未曾有の危機を招来した。協会では、この危機に対して自己改革によって、証券界や証券市場の信頼回復、損失補填などの不祥事の再発防止に向けた取組みを促進するため、1991年8月5日に業界改革推進本部（本部長：会長）を設置した。その一方で、証券界や協会が取り組む業界改革について、外部の第三者（弁護士、大学教員、マスコミ関係者、評論家など）の意見も取り入れるべきとの判断から、8月20日に有識者懇談会を立ち上げた。両会議の設置は、時間をかけて抜本的な業界改革に取り組む姿勢を示したものであった。

ところが、先述したように証券界に対する批判は強まる一方で、早急に具体的な改革の方向性を示す必要に迫られていく。そこで、まずは今後の改革に向けた指針となる倫理綱領の策定、協会監査の強化、規律委員会の改組、営業責任者等への資格制度の導入といった喫緊の改革策に絞って検討が行われていく。

協会監査の強化では、従来の指導的監査を改め、監査の重点を規則等の遵守状況の把握に移すとともに監査項目の見直し、専任監査員の増強や監査周期の短縮、特別監査の実施などの監査体制の充実が打ち出された⁵¹。また、監査の結果、規則などの違反行為があれば、規律委員会に諮問の上で処分を行い、定款上の処分に至らない違反事例に対しても、定款25

⁴⁹ 証券取引等監視委員会は、国家行政組織法第8条および大蔵省設置法第7条に基づいて設置された。

⁵⁰ 1992年に金融制度および証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律（いわゆる金融制度改革関連法）が公布され、翌年から証券業に銀行、信託銀行が子会社を設立して参入できるようになった。協会ではこれに対応して1992年8月に金融機関を特別会員として加入させる方針を固め、銀行等加入問題懇談会を設置して特別会員の権利、義務の検討を行い、特別会員理事を設けるなどの対応を行った。

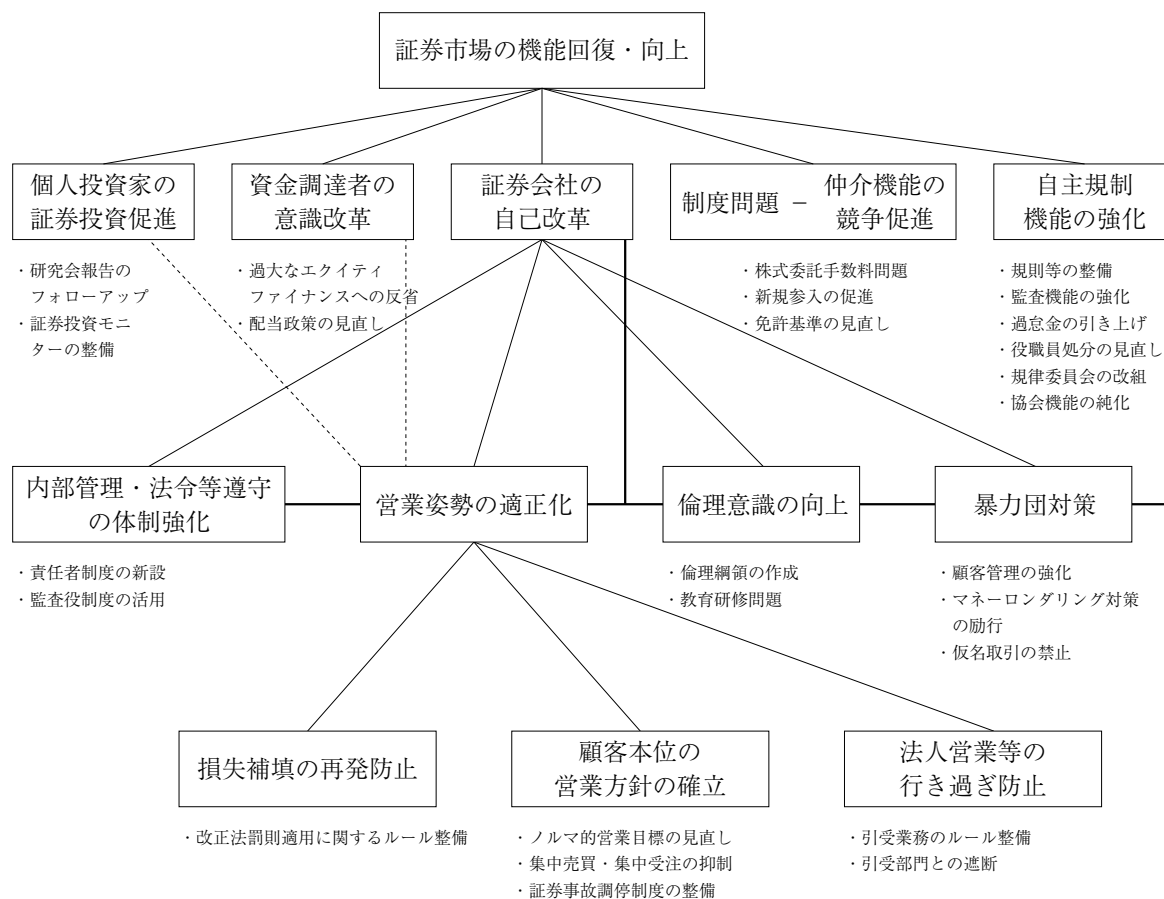
⁵¹ 従来の協会監査では、各社の内部管理面を確認して不備事項が発見されると、その指摘と改善方法を指導し、改善を期待するというものであった。また、法令違反が発見されても、直ちに処分を行ってはいなかった。また、監査要項では監査周期は原則2年、監査日数は1社あたり5日以内とされているものの、91名の監査要員のうち専任監査員は11名に過ぎず、監査体制の乏しさは否定できなかった。

条に基づく勧告を行うこととした。

そして、規律委員会の改組では、委員（9名）は協会員代表者と学識経験者で構成されるが、9名のうち7名が協会員代表者であった。そのため、中立性を高める必要から委員の過半数を学識経験者とすることが打ち出された。

こうした喫緊の対応を行った後、業界改革推進本部および有識者懇談会では、制度的、構造的な問題を含めた12の検討課題（図表6）と自主ルールの策定について、引き続き検討が行われた。図表6に示した検討課題のうち、本章のテーマである協会の組織に関する自主規制の強化については、行政改革推進審議会でも取り上げられており、有識者懇談会でも業界団体としての機能と自主規制機関としての機能の分離が議論されている。

（図表6）業界改革の全体像



※実線はその課題の中にある課題を示し、その下の箇条書きは業界改革推進本部と有識者懇談会で話題になった項目を示している（検討の結果、実施されなかったものを含む）。なお、太線は関係度合いが深いことを示している。

（出典）日本証券業協会〔1992〕「第5回有識者懇談会資料」資料1を引用

有識者懇談会では、協会が協会員から徴収する会費で運営されており、自主規制機能を十分に働かせることは困難、組織としての分離が必要といった意見が出される一方、二つの機能を分離させても、新たな自主規制機関の運営費用も会員から集めざるを得ず問題の解決にはつながらない、二つの機能が同じ組織内に存在しても、大蔵省には協会役員の解任請求権

や協会に対する検査権もあり、機能を厳格に分離すればよいという甲論乙駁が出されていた⁵²。ただ、業界改革は急務であり、こうした構造的な問題を検討する十分な時間の確保は許されず、この問題は将来の課題として措置された。

有識者懇談会での検討結果は、1992年1月に業界改革推進本部長宛の「審議結果の要約」として提言された。「審議結果の要約」では、証券不祥事の発生原因を、証券会社の収益偏重の営業体質が行き過ぎた法人営業を生み、証券会社役職員の法令、規則遵守の認識や倫理感覚を希薄にさせたことにあったとした。さらに、証券会社の内部管理や自主規制機関の規制が不十分であった点等についても指摘した。

このことを踏まえて、業界改革の基本的考え方として、証券会社に収益偏重の営業体質、倫理感覚の欠如の是正をさせる一方、自由闊達な営業活動は国民経済にとって重要であり、そのためには法令および通達や行政指導などの規制は必要最小限にとどめ、業界自身による自主規制の強化（自主ルールの見直し、整備、制定の促進、監査機能の強化など）が必要とした。

その上で、懇談会で取り上げられた検討項目として、証券会社に対するものと、協会の自主規制機能拡充、強化に関するものが列挙され、最後に協会が真に自主規制機能を発揮できる前提が、協会員である証券会社自身の健全な証券市場は自らの力で維持するという強い意志と、積極的にその努力をすることが必要不可欠であることを表明した。

そして、「審議結果の要約」で取り上げられた検討項目のうち、協会の組織に関連するものを挙げれば、引受業務ルール整備の一環として1992年4月に協会事務局内に引受業務監理室が新設され、協会の監査機能強化に関連して、専任監査員11名、兼任監査員12名の増員が実施されるなど、1992年7月までにすべての検討項目について対応を完了させた。

一方、1991年10月の証券取引法改正により、証券会社による損失補填（保証）、利益保証（追加）は禁止され、違反者への刑事罰適用が規定されたが、このとき、協会は会員からの要請に基づき、正当な業務行為との関係からその構成要件を明確にするよう大蔵省に要望⁵³していたが叶わなかった。罰則の構成要件に代替するものではないが、損失補填と正当な業務行為を明確に区別するためのガイドラインとして使えるよう、証券会社の正当業務行為と認められるアンダーライティング業務、ディーリング業務を予め明らかにしておく必要から自主ルールが策定された。

自主ルールの策定にあたっては、協会内に発行市場、公社債流通市場、株式流通市場、証券事故の四つのワーキンググループを設けて制定案の策定が進められた⁵⁴。自主ルールの策定要請から発表までわずかな時間しか許されず、しかも損失補填か正当業務行為かを判断するガイドラインである以上、世間からは厳格さが求められる一方、証券市場の機能を阻害しては本末転倒となるため、バランスのとれたものにせねばならず、協会は苦労を重ねた⁵⁵。

⁵² 日本証券業協会「第5回有識者懇談会議事メモ」

⁵³ 日本証券業協会「第3回有識者懇談会議事メモ」

⁵⁴ 日本証券業協会「第6回有識者懇談会議事メモ」

⁵⁵ 「転機迎える日証協、自主規制機関の色濃く一スタッフの拡充など課題も」日経金融新聞1991年12月24日

1991年12月18日に公表した自主ルールの主たるものは、新規発行証券の一投資家への配分限度の設定や、非上場債券の気配発表方法の改善、気配発表数の拡充、指標気配銘柄の値幅制限の設定、証券事故の定義の明確化であった。

その後、1992年1月28日に証取審がまとめた報告書「証券市場における適正な競争の促進等について」では、通達などの見直しや自主規制機関の機能強化などが謳われた。それに伴って、通達や事務連絡、口頭指導（498本）のうち、一部は1992年6月の証券取引法改正で法令化され、一部は自主規制機関の規則に移行されることになった。このため、協会ではその移行作業を進め、1992年7月には証券会社の社内体制に関わる通達など40本を関係規則等に移管させた。こうして協会の自主規制機能の大幅な強化が実現したことに伴い、1992年7月に業界改革推進本部と有識者懇談会は解散された。

4. 業界活動機能と自主規制機能の独立的運営

4.1. 金融ビッグバンと二度目の証券不祥事

バブル崩壊後、金融機関の不良債権問題と、それに伴う金融システム不安が露呈した。金融システム不安は、金融仲介機能の低下や低成長企業への資金の固定を通じて、日本経済の成長を押し下げた。一方で欧米の金融市場は着実に発展を続け、日本市場の国際競争力は低下、空洞化する一方であった。

橋本首相はバブル崩壊後、空洞化した日本市場を2001年にはニューヨークやロンドン市場に並ぶ国際市場へと再生させるため、1996年11月、金融システム改革に着手した。この改革では、フリー（市場原理が働く自由な市場）、フェア（透明で信用できる市場）、グローバル（国際的で時代を先取りする市場）を理念に掲げ、市場の透明性、信頼性を確保する一方で、大胆な規制緩和によって競争の促進による金融仲介の効率性向上と、マーケットメカニズムによって資源が最適配分される市場への抜本的な改革を行い、それによって金融システムの健全化、安定化させることが意図された。

改革の基本的な考え方は、利用者の視点に立って、①投資家、資金調達者の選択肢の拡大、②仲介者サービスの質の向上と競争の促進、③利用しやすい市場の整備、④信頼できる公正・透明な取引の枠組み、ルールの整備といった四つの視点から検討された。

そして、具体的な措置として、投資家、資金調達者の選択肢の拡大では、投資信託の商品多様化や証券総合口座の導入、証券デリバティブの全面解禁、ABSをはじめとする債権などの資産流動化、内外資本取引などの自由化が検討された。そして、仲介者サービスの質の向上と競争の促進では、証券会社の業務多角化、持株会社制度の活用、株式の委託売買手数料自由化、証券会社の免許制から登録制への移行、業態別子会社の業務範囲、保険会社と金融他業態との相互参入の促進が検討された。

また、利用しやすい市場の整備では、取引所集中義務の撤廃、店頭登録市場における流通面の改善、未上場、未登録株式市場の整備が検討され、信頼できる公正・透明な取引の枠組み、ルールの整備では、連結財務諸表制度の見直し、証券取引法の公正取引ルールの整備、拡充、投資者保護基金および保険契約者保護機構の創設が検討された。

特に証券業に影響するものとしては、株式の委託売買手数料自由化と証券業の登録制への

移行の二つであり、前者は1994年に10億円を超える大口取引から行われていたが、それをすべての取引に広げるものであり、後者も相まって証券会社の収益構造に大きな影響を与えるものであった。こうした議論が、橋本首相による指示の直後から、証取審、企業会計審議会、金融制度調査会、保険審議会、外国為替等審議会が始まり、証券業を巡る経営環境が大きく変わろうとしていた。

その一方で、1997年に大手銀行、証券会社による総会屋の親族企業への利益供与事件が発覚した。しかも、その捜査過程で、大蔵官僚4人が銀行からの接待などを見返りとした検査日程の漏洩や、新商品の承認などで便宜供与を行ったとして逮捕され、金融機関や金融当局への信頼は失墜した⁵⁶。協会に対しても、再び自主規制機能が十分に機能していないとの批判が集まった。

こうした事態に協会は、証券界への早期の信頼回復、協会運営の一層の透明性を求める声に応えるべく、1997年9月17日の理事会で協会運営に関する懇談会を発足させた。この懇談会では、協会運営の現状や課題、環境変化を踏まえた協会組織のあり方、事務局機能の充実策などが検討されたが、協会改革の必要性では意見が一致するものの、その手段を巡って委員間で意見の相違もあり、議論は一筋縄ではいかなかった。

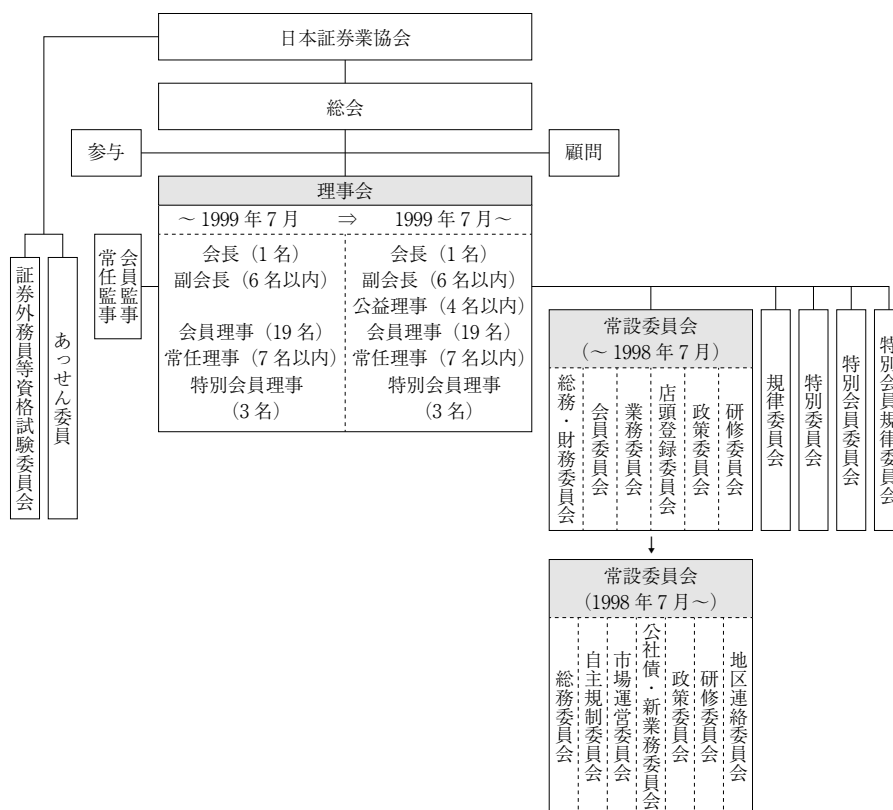
懇談会で特に議論となったのは、自主規制機能への純化と協会のガバナンスであった。前者については、外部からの批判に留意すべき、協会の果たすべき役割と責任を明確にし、何に重点を置いて運営するかを明確にすべきとの意見や、業界団体機能の併置が自主規制機能の十分な発揮を妨げたとの批判には疑問などの意見が出されていた。一方、後者については、専任会長の選任とその選任基準、外部有識者の協会理事への登用、会員理事定数や地区協会制度の見直し、常設委員会再編に対する意見が出された。

懇談会では自主規制機能への純化については、最終的に協会運営の基本的な考え方として、協会の三つの活動（自主規制業務、株式店頭市場の開設、運営、公益目的のための業界団体活動）の中でも、自主規制機能の範囲と責任は拡大傾向にあり、かつ金融システム改革でも協会のそれが重視されており、その態勢整備に重点を置くこととした。ただ、業界団体機能との分離については、業界団体としての活動の多くは、自主規制機能を補完、促進するものであり、自主規制と一体で展開すべきものと認められることから、それはしないことに結論づけた。

一方、協会のガバナンスに関しては、懇談会での議論と並行して協会は、1998年7月に理事、監事の定数削減や常設委員会の再編を行うなど柔軟に対応し、報告書で提案された公益理事制度も1999年7月に導入している（図表7）。さらに、2001年2月に店頭市場運営機能の株式会社化にあわせて、業務効率化と意思決定の迅速化を目的に事務局の機構改革も行った。機構改革では本部制を導入し、各本部に業務上の関連性が強い複数の部署を統括させ、業務責任を明確にするために各本部長には役員が就任した（図表8）。こうした組織体制の見直しや公益理事制度の導入、事務局機構改革を通じて、自主規制機能や協会のガバナンス強化に一定の漸進を見た。

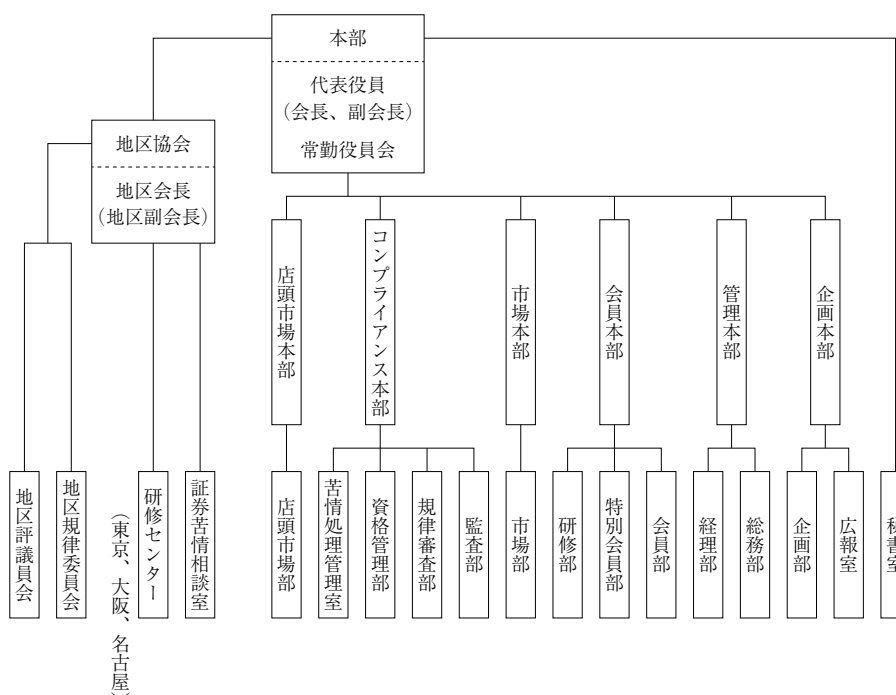
⁵⁶ この不祥事が、大蔵省から金融機関に対する検査監督業務が金融監督庁に分離される一因であった。

(図表 7) 組織体制見直し後の日本証券業協会



(出典) 日本証券業協会 [1998-1999] 『証券業報』 各号を基に作成

(図表 8) 本部制導入後の事務局機構



(出典) 日本証券業協会 [2001] 『証券業報』 各号を基に作成

4.2. 業界団体機能と自主規制機能の組織内分離

協会は自主規制、業界団体、店頭市場管理の三つの機能を有しているが、1992年および99年の組織体制見直しにより、自主規制機能や協会自身のガバナンス強化を進めてきた。しかし、自主規制機能は公正性、中立性が問われるため、その強化の議論では常に業界団体機能と自主規制機能の分離が話題になった。

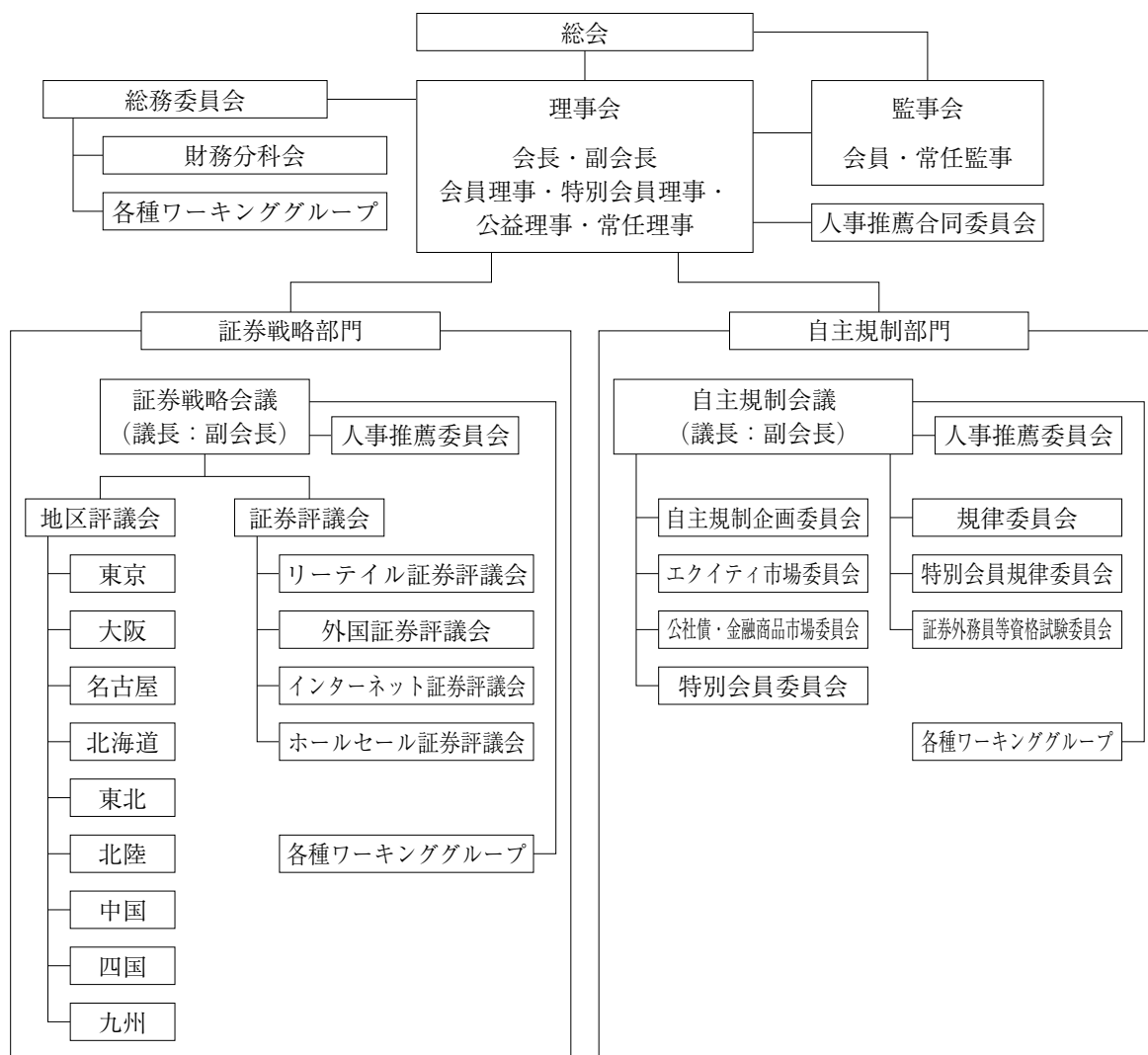
2003年に金融審議会金融分科会第一部会がまとめた報告書「市場機能を中核とする金融システムに向けて」でも、自主規制の理念に異論はないが、株式会社化によって営利追及が求められる証券取引所、業界団体である証券業協会に有効な規制が可能か疑問であり、現実には理念のように機能しておらず、かつ従来以上に公正性や中立性が求められる自主規制機関の運営体制は、他の業務と独立して行うよう担保すべきとの指摘がされた。

審議会での問題提起を受けて、協会では2004年1月に協会機能のあり方に関する特別委員会を設置し、業界団体機能と自主規制機能の分離について検討を始めた。この議論では、金融審議会が提示した自主規制機能の別法人化、親子・兄弟法人化、同一法人内別組織化の三つの案が検討された。委員会では、業界団体機能と自主規制機能の同一法人内別組織化には無理があるとの意見も出されたが、自主規制の本来の目的やコスト、さらには両機能を同一法人内に併置することで相互牽制させた方がよいとの意見から、協会内で両機能を明確に分離した上で併置することを結論とした。

しかし、単に協会内で機能を分離させただけでは、画竜点睛を欠く結果になりかねない。委員会では協会全体そして業界団体機能、自主規制機能のガバナンス体制を抜本的に見直し、業界団体機能、自主規制機能の一層の機能強化を目指して議論を続けた。

まず、協会内での機能分離については、業界団体機能を証券戦略部門、自主規制機能を自主規制部門として明確に分離した。そして、証券戦略部門は資本市場の振興に関わる業務を行い、自主規制部門は対外的に見ても公正性、中立性が担保できる体制を構築し、自主規制に関わる業務を行うこととした（図表9）。機能の分離を実質化させるには、各部門で業務の意思決定をできるようにしなければならない。

(図表 9) 組織体制見直し後の日本証券業協会



(出典) 日本証券業協会 [2004] 第4回付属資料などを基に作成

そこで、理事会の機能は予決算、会費、組織、証券戦略部門および自主規制部門の基本方針などの事前に決めてある専決事項の決議のみにとどめ、基本的には協会運営全体を監督する機関と位置づけ、理事会での専決事項を除いた通常業務の意思決定は、証券戦略会議と自主規制会議に委任した。

こうして、各部門が通常業務の意思決定が行えるガバナンス体制を構築するとともに、それに必要となる常設委員会やその他必要に応じて委員会を、証券戦略会議と自主規制会議の下に設置できるようにした。ただ、予決算や定款改正など協会の組織運営に関わる重要な議案は、多くの会員からの意見の反映も重要だが、財務や予算には透明性の確保も必要である。そのため、こうした事項や証券戦略、自主規制の両部門に属さない事項は理事会の下に総務委員会を設けて、そこで審議することにした。

組織改編後の協会の各会議体は、機能や構成員も改められた。まず、理事会は先述のとおり、協会運営全体を監督する機関と位置付けられた。そして、理事会は公益理事（副会長兼

自主規制会議議長を含む合計3名)、会員理事(副会長兼証券戦略会議議長、副会長兼総務委員長を含む合計3名以内)および特別会員理事(1名)、常任理事(会長兼理事会議長を含む合計3名以内)の構成に改められた。

また、その選任は証券戦略部門、自主規制部門にそれぞれ設置された人事推薦委員会の委員および会長から構成された人事推薦合同委員会が、会長、公益理事、会員理事、特別会員理事、常任理事候補者を理事会に推薦し、会員理事と特別会員理事は会員選挙、特別会員選挙で決め、会長、公益理事および常任理事は総会の決議で選任されるように改めた⁵⁷。

また、理事会の下に置かれた総務委員会の委員構成は、会員の意見を広く反映させる必要から、会員委員9名以内(総務委員長を除く)、特別会員委員1名の10名以内で構成され、その人選は人事推薦合同委員会が候補者を理事会に推薦し、会長が理事会の同意を得て選任することとなった。

次に、証券戦略部門では1998年の登録制移行後、異業種企業による証券業への参入も相次ぎ、協会を構成する会員の業態が多様化していた。このため、従来よりも合意形成が難しくなり、多様な意見を意思決定に反映できる仕組みが求められた。そのため、証券戦略部門は会員自身が意思決定や運営に参加できるよう、業態別、地区別の評議会⁵⁸を設け、さらに業態別評議会の議長、副議長で構成される証券評議会、地区会長で構成される地区評議会も設けた。

また、証券評議会、地区評議会の議長を含めた委員で構成される証券戦略会議を設け、これを証券戦略部門の意思決定を行う場とした。その委員構成は会員委員11名、証券戦略会議議長(副会長)、会長、証券戦略部門執行責任者、証券評議会議長、地区評議会議長とし、証券戦略会議議長と会員委員の11名は、証券戦略会議の下に設けられた人事推薦委員会が推薦基準(業態ごとの実態を反映した構成、東京地区以外の地区の会員代表者を含んだ会員間のバランスを考慮した構成)に基づいて理事会へ候補者を推薦し、会員選挙で選任し、さまざまな会員の意見を反映できる仕組みにされた。

そして、証券戦略部門では税制や経済法規、証券取引・業務などの業界意見の取りまとめや要望、そして証券知識の普及啓発、広報活動の企画・推進、NPO支援、さらに会員向けの資質向上研修の企画、実施や会員向けの各種相談や統計データの収集などを行い、資本市場振興に向けた機能を担うことになった。

一方、自主規制部門が社会からの信頼を得るには、透明性や公正性、中立性の担保は絶対であり、その趣旨から自主規制会議には会員外の公益委員を入れ、議長も公益委員から選出する体制にした。ただ、自主規制は本来、証券業界が自らの力で業界を律し、その改善を行って業界への信頼を獲得するものであるため、証券業務に通暁した会員の活用がなければ効果的な規制ができない。そのため、自主規制会議の委員構成は会員委員と公益委員の数を同数

⁵⁷ 会員理事と特別会員理事は会員選挙、特別会員選挙を行った結果、総会でその結果が報告される。なお、人事推薦委員会の推薦がなくても選挙への立候補は可能である。

⁵⁸ 新たな業態別評議会の結成は10社以上の会員でグループを組織し、証券戦略会議が設置を認めればできる。また、会員の業態別評議会への参加は、会員自身が参加したい評議会に登録すれば参加できる仕組みになっている。

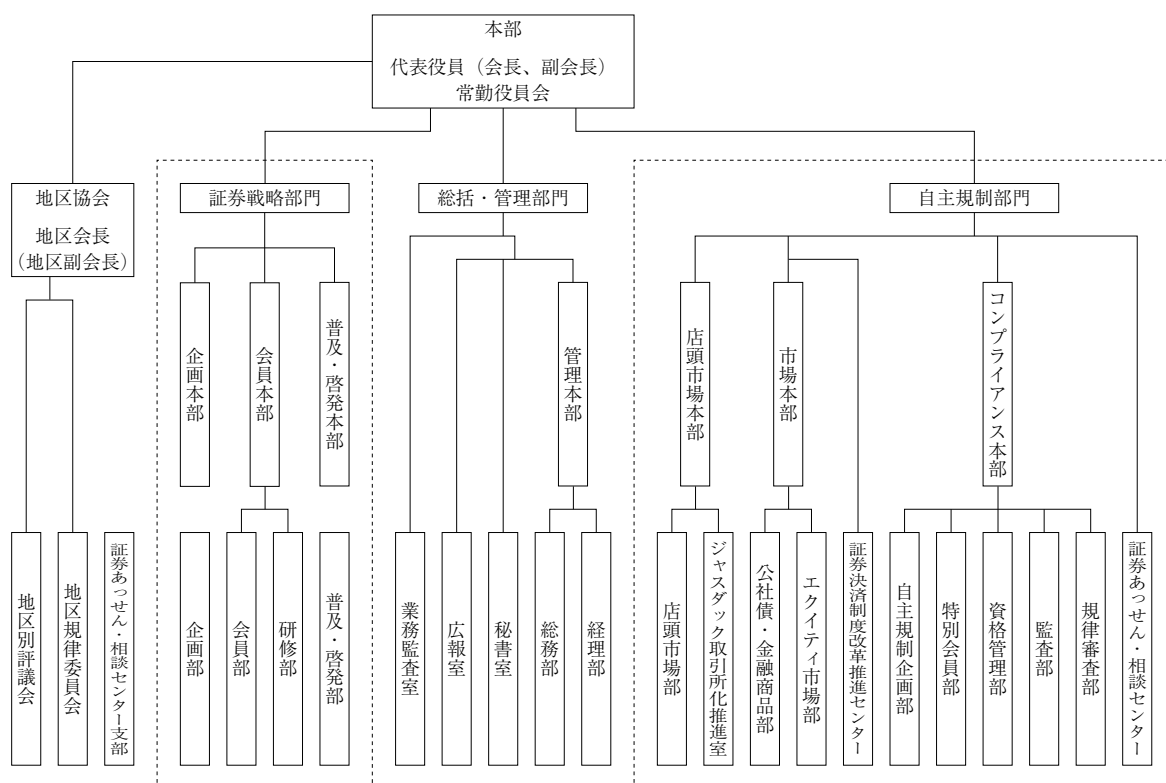
にし、実務的な観点を踏まえつつ法律家や経営者、行政経験者といった業界関係者以外の意見を反映させる規則策定の仕組みが作られた。

また、その委員構成は、議長（公益理事）、会長、自主規制部門執行責任者のほか、会員委員4名以内、公益委員3名、特別会員委員1名とし、委員の選任は証券戦略会議と同様に、自主規制会議の下に設けられた人事推薦委員会が推薦基準に基づいて候補者を理事会へ推薦し、会員委員は会員選挙、特別会員委員は特別会員選挙で決め、公益委員は総会で選任される。

そして、自主規制部門では証券取引関係ルールおよび市場ルールの制定、そして協会員に対する監査や処分などのエンフォースメント、さらには資格管理や義務研修の実施、苦情相談、あっせんなどを行い、市場の公正性、健全性確保に向けた活動を担うことになった。

こうした組織体制の見直しに伴って、事務組織も証券戦略部門と自主規制部門を明確に分離する必要がある。そこで、事務局も証券戦略部門、自主規制部門、総括・管理部門に分け、自主規制部門と証券戦略部門の間にはファイアウォールを設けている。（図表10）。

（図表10）2004年以降の事務局機構



（出典）日本証券業協会〔2004〕『証券業報』7月を基に作成

このように、理事会を協会運営全般の監督機関とし、通常業務の意思決定は証券戦略会議および自主規制会議に権限を委任し、大きく意思決定構造を変革させた。また、90年代以降、不祥事が起こるたびに外部から指摘された協会の自主規制機関への純化という課題には、コストなどの現実面も直視した上で、組織分離はせずに協会内に業界団体機能と自主規制機能

を併置させるが、両部門の間にファイアウォールを設けて、両部門間に潜在的に存在する利益相反などの未然防止が目指されたのであった。

5. 金融商品取引法施行に伴う金融商品取引業協会のあり方

さて、金融ビッグバン以降、我が国の金融資本市場を取り巻く環境は大きく変化し、新たな金融商品の開発や、それを販売する業者が増加する一方、トラブルに巻き込まれる投資者も増加し、投資者保護の必要性は一層高まった。ところが、金融規制は銀行法や証券取引法、保険業法など業態別に行われ、新たな商品などの開発に規制対応が遅れて、投資者を保護するルールがない金融商品が存在する事態が起きていた。

金融審議会では、投資性の強い金融商品・サービスを機能別に、隙間なく横断的に規制し、市場の透明性や公正性を確保する一方で、投資者の保護と利便性向上、さらには日本市場の発展に向けた利用者保護法制の整備を議論し、2005年12月に「投資サービス法（仮称）に向けて」を取り纏めた。審議会の答申を受けて、政府は2006年3月に金融商品取引法案を国会に上程し、同年6月にそれが成立した。金融商品取引法の成立を受けて、それに対応した自主規制のあり方について、協会、金融先物取引業協会、日本商品投資販売業協会、日本証券投資顧問業協会、投資信託協会の五団体で構成される金融商品取引業協会懇談会で検討された。

2007年6月に出された懇談会の中間論点整理では、自主規制機関のあり方として業界の利益ではなく利用者の視点で検討し、自主規制機関の役割を、同じ業を行う業者には可能な限り門戸を広げ、結果的に業界全体の評価を向上させることが望ましく、法的規制と自主規制のどちらかが抜け落ちている状態（自主規制の隙間）は、可能な限り埋めるべきとした。そして、同じ金融商品・サービスには同じルールで対応し、自主規制の隙間をカバーすべきとの原則が打ち出された。

これを受けて、協会では2007年6月に金融商品取引法のもとでの本協会の自主規制等のあり方に関する特別委員会が設置され、4つの課題について検討が行われた。4つの課題とは、1つ目が、協会の自主規制業務の適用範囲を有価証券関連業（現物およびデリバティブ取引）および店頭デリバティブ取引（店頭金融先物取引を除く）とこれに付随する業務とするか。2つ目が、店頭デリバティブ業者（店頭金融先物業者を除く）を協会員として新たに受け入れるか。3つ目が、協会の法律上の位置づけが証券業協会から認可金融商品取引業協会に改められたが、協会の名称をどうするか。最後が、組織運営のあり方や他の機関との連携であった。

2007年7月に出された特別委員会の中間整理では、店頭デリバティブ取引を協会の自主規制の適用範囲とし、それに伴い店頭デリバティブ業者の協会加入も、第一種金融商品取引業の登録を前提に、権利や義務が制限された准会員⁵⁹として認めることにした。また、協会の名称は変更せず、苦情解決・あっせん機能は1つの機関に統合して横断的に活用できるようにした。ただ、信託受益権販売業者や集団投資スキームの自己募集を行う業者の協会加入

⁵⁹ 総会には参加できないが、原則として会員と同じルールを適用することとされた。

や、苦情解決・あっせん機能の取り込み、さらなる協会員の業態多様化に備えた組織運営のあり方は継続課題とした。

中間整理後も委員会では継続課題の検討が続けられ、証券あっせん・相談センターに第二種金融商品取引業者に関する苦情解決、あっせん機能も取り込み、金融商品取引法の認定投資者保護団体の設立を決めた。それが2009年8月に設立された証券・金融商品あっせん相談センター（FINMAC）である。一方で、第二種金融商品取引業者の協会への加入は、それに対する法的な監督規制が第一種金融商品取引業者に対するものとは異なることや、その事業規模や業務内容が多種多様で対象業務も幅広いため、それを困難と結論付けた。

とはいえ、集団投資スキーム自己募集業者と信託受益権販売業者が自主規制の隙間になっていることに対し、何らかの自主規制が必要であることは意見が一致していた⁶⁰。そのため、協会とは別にそれらに対する新たな自主規制機関の設立をすることにし、2010年11月に法人格を有するファンドの自己募集業者や信託受益権販売業者を対象とした第二種金融商品取引業協会が設立された。

第二種金融商品取引業協会は、設立当時の正会員が24社に過ぎなかったが、2015年の金融商品取引法改正⁶¹をきっかけに正会員が増加し、2024年1月時点の正会員数は639社（2023年11月時点の第二種金融商品取引業者数は1,210社）を数えている。こうして金融商品取引業に対する自主規制は、業種別に設立された五つの協会が分担して隙間や重複する規制もなくカバーできる体制（図表11）となり、同じ金融商品、サービスには同じルールが適用されるようになった。

⁶⁰ 2009年以降、証券取引等監視委員会などが集団投資スキームの販売勧誘を行う第二種金融商品取引業者35先に対する検査を行ったところ、25先で法令違反などの事実が認められるなど、ほとんどの検査先で何らかの問題点が認められる状況であった（証券取引等監視委員会〔2010〕p.1）。

⁶¹ 金融商品取引法の改正で、第二種金融商品取引業協会に加入しない業者は、社内規則で第二種金融商品取引業協会の定款その他規則の作成、社内規則を遵守できる体制を整備しなければならず、それができない業者は第二種金融商品取引業への登録を内閣総理大臣が拒否できるようになった。

(図表 11) 金融商品取引業者などの自主規制機関等の状況

金融商品取引業			自主規制機能	規則 制定	会員 調査	指導 勧告	会員 制裁	苦情解決 あっせん	業界団体 機能
第一種	有価証券関連業								
	店頭デリバティブ	金利スワップ等							
		金融先物取引							
第二種	市場デリバティブ	金融先物取引							
		金利スワップ等							
	集団投資スキーム自己募集								
	みなし有価証券関連業	信託受益権販売							
商品投資販売									
投資運用	投資信託委託業								
	集団投資スキーム自己運用業								
	投資一任業								
助言業	投資助言業								
	投資顧問・一任契約の代理・媒介								

金融商品取引業			自主規制機能	規則 制定	会員 調査	指導 勧告	会員 制裁	苦情解決 あっせん	業界団体 機能
第一種	有価証券関連業								
	店頭デリバティブ	金利スワップ等							
		金融先物取引							
第二種	市場デリバティブ	金融先物取引							
		金利スワップ等							
	集団投資スキーム自己募集								
	みなし有価証券関連業	信託受益権販売							
商品投資販売									
投資運用	投資信託委託業								
	集団投資スキーム自己運用業								
	投資一任業								
助言業	投資助言業								
	投資顧問・一任契約の代理・媒介								

苦情処理（あつせん）業務は、5団体ともFINMACに委託

 日本証券業協会
  金融先物取引業協会
 日本商品投資販売業協会
  投資信託協会
 日本証券投資顧問業協会
  第二種金融商品取引業協会

（出典）第二種金融商品取引業の自主規制に向けて（論点整理）[2010] 参考2より筆者作成

6. むすびにかえて

本稿では、協会の淵源となる戦前に設立された有価証券業協会から、現在までの協会の組織改編の歴史を振り返った。戦時統制下に協会は政府と業者の連絡機関として設立され、戦後、4年近い取引所空白時代には店頭取引の管理も担うようになった。そして、GHQがアメリカの証券法や証券取引所法を範にして証券取引法を制定すると、証券業協会は転機を迎え、業者間の親睦、連絡機関という業界団体機能に自主規制機能を併せ持った組織へと改められる。

協会は、自主規制機能と業界団体機能を併せ持つがゆえに、その後、証券業者を巡る問題や業界を揺るがす不祥事が発覚するたびに、世間からは業界団体機能との間の利益相反が訝られ、両機能の併置が自主規制の機能を十全に発揮させない原因と批判された。そして、こうした議論を背景に、協会の自主規制機能への純化、別組織化がその都度、俎上に上った。

協会はこうした批判のたびに、自主規制の本来的な意義に立ち返り、その最適な組織の在

り方を模索した。その結果、選択された答えが、組織分割はせずに自主規制機能を強化することであった。具体的には監査の充実に始まり、そして、その軸足を指導的監査から摘発監査へと移行させ、さらに自主規制ルールを充実させて自主規制機能を大幅に強化するとともに、違反者に対する処分も過怠金の大幅な引き上げなどを行って厳格化させてきた。そして、2004年には同一法人内に両機能を併置するものの、部門ごとにファイアウォールを設けて、実質的な機能分離を行った。

協会はなぜ自主規制機能の別組織化を選択しなかったのか。その理由は大きく2つが考えられる。1つは、自主規制は業界自らがルールを作って、自らを律して業界改善に役立てるものであるが、単に厳しくすればよいというものではなく、市場機能を阻害しないようなバランスが求められる。つまり、市場の現状や実務に精通した業界の専門的知見の活用なしに、機動的、効率的な規制策定はできず、組織内に業界に通暁した部門があることは、むしろプラスの側面を持っており、このことが別組織化を選択しなかった理由であろう。

そして、もう1つが協会への加入が強制されていないことである。日本は分割論者がモデルとするアメリカとは異なり、自主規制機関への加入は強制されていない。そのため、業界団体機能と自主規制機能を別組織化すると、コスト負担の大きさから、結果的に自主規制に隙間が生じる可能性が残り、また、費用負担者に対して厳格な規制ができるのかという問題も残る。こういったことに鑑みれば、むしろ同一法人内で実質的に分離させる方が、メリットが大きいとの判断があったのだろう。

業界団体機能と自主規制機能のあり方は、アメリカのように加入を義務付けて両機能を別組織にしている場合と、日本や韓国、台湾などのように強制加入はさせずに、両機能を同じ組織で併置させる場合もある。どちらが自主規制機関の組織のあり方としてよいか、国によって背景事情などが異なるため、優劣をつけることはできないが、形式的には分離した方が両機能の間に存在する利益相反を未然に抑止できるように見られやすい。

一方、後者の場合は業界団体と自主規制の間に潜在的な利益相反の可能性が存在しており、これまでの歴史からも分かるように、外部からは不祥事が起これば常に分割論の脅威に晒されることになる。たしかに協会は両機能を組織内で画然と分離し、実質的に自主規制機能を分割するという世界に類を見ない形で運営されている。そのため、業界はその真価が常に問われており、業界自身が健全な市場は自らの力で維持するという強い意志と、積極的にその努力をすることが必要不可欠であることを忘れてはならない。

参考文献

- ・有沢広巳 [1978] 『証券百年史』 日本経済新聞社
- ・大阪証券業協会 [1951] 『証券十年史』
- ・株式経済新聞社 [1974] 『全国証券人事要覧』
- ・黒澤正男 [1982] 『小林光次伝』
- ・財務省総合政策研究所 [2019] 『平成財政史』
- ・証券取引等監視委員会 [2010] 「ファンド販売業者に対する検査結果について」
- ・証友会小史編纂委員 [1957] 『証友会小史』

- ・高橋亀吉 [1965] 『日本の資本市場』 千倉書房東京株式取引所 [1894] 『東京株式取引所法規類纂』
- ・東京証券業協会 [1950] 「証券会報」第8号、6月
- ・東京証券業協会 [1951] 『東京証券業協会十年史』
- ・二上季代司 [1990] 『日本の証券会社経営』 東洋経済新報社
- ・日本証券業協会 [1983] 『統合10年の歩み』
- ・日本証券業協会連合会 [1961] 『戦後証券市場の発展と日証連の動向—日本証券業協会連合会10年の歩み—』
- ・日本証券業協会連合会 [1972] 『二十年史』
- ・日本証券経済研究所 [1981] 『日本証券史資料』 戦後編第1巻
- ・日本証券経済研究所 [1985] 『日本証券史資料』 戦後編第5巻
- ・日本証券経済研究所 [2001] 『日本証券史資料』 戦前編第2巻
- ・日本証券経済研究所 [2007] 『日本証券史資料』 戦前編第5巻
- ・日本証券経済研究所 [2011] 『日本証券史資料』 戦前編第8巻
- ・日本証券経済研究所 [2012] 「九十年代の金融制度改革の立役者に聞く—角谷正彦氏証券史談（四）」『証券レビュー』第52巻、第10号、10月
- ・深見泰孝、二上季代司 [2018] 「四国証券市場の歴史を語る—上広雅吉氏証券史談—」『証券レビュー』第58巻、第10号、日本証券経済研究所、10月
- ・山一證券 [1958] 『山一證券史』

史料

- ・資本市場研究会 [1965] 「資本市場研究会議事録」第17回、3月10日開催
- ・日本証券業協会『証券業報』各号
- ・日本証券業協会 [1992-1993] 「業界改革推進本部議事メモ」
- ・日本証券業協会 [1992-1993] 「有識者懇談会議事メモ」
- ・日本証券業協会 協会運営に関する懇談会 [1998] 「今後の協会運営について」
- ・日本証券業協会 協会運営に関する懇談会 [1999] 「今後の協会運営について」
- ・日本証券業協会 協会組織・機能のあり方に関する特別委員会 [2004] 「協会組織・機能のあり方についての基本方針」
- ・日本証券業協会金融商品取引業協会懇談会 [2007] 「金融商品取引業協会のあり方について（中間論点整理）」
- ・日本証券業協会金融商品取引法のもとでの本協会の自主規制等のあり方に関する特別委員会 [2007] 「金融商品取引法のもとでの本協会の自主規制等のあり方について（中間整理）」
- ・日本証券業協会金融商品取引法のもとでの本協会の自主規制のあり方に関する特別委員会 [2008] 「認定投資者保護団体の設立に向けた検討について」
- ・臨時行政改革推進審議会 [1991] 「証券・金融の公正取引の基本的な正策に関する答申」
- ・日本証券業協会第二種業の自主規制に関する勉強会 [2010] 「第二種金融商品取引業の自主規制に向けて（論点整理）」

2. 協会の多様化について

公益財団法人日本証券経済研究所
特任研究員 二上 季代司

要旨

協会は、協会を設立・組織し、業務運営の方針を決め、執行する主体である。その協会の変貌は、協会のガバナンスや業務運営に影響を与える因子であることは言うまでもない。協会統合の歴史の中で、協会の変化を決定づけたのは1998年の「免許制」から「登録制」への移行である。

協会の移動や交替（新規加入と退出）は頻繁になり、手数料自由化や兼業の原則自由化によって協会の業務の方法・内容・特性は多様化したからである。さらに2007年の金融商品取引法施行により、協会の法的な位置づけが変わり、行いうる業務範囲は拡大した。その後も、金融商品取引法の改正は協会の範囲を拡大し、協会が多様化する余地をさらに広げた。この結果、協会の利害は多様化したのである。

免許制時代には、業務の方法や内容は「免許基準」に縛られて、協会の業務内容・方法は画一的・同質的であり、違いはただ規模の格差と業容の広狭だけであった。このことが協会の利害の方向性を同一方向（規模拡大志向）に向かわせた。

しかし登録制になると協会の利害は多様化し、そのことが2004年の新体制（自主規制部門と証券戦略部門の分離）をもたらした背景と筆者は考える。こうした協会の多様化の進展は、今後も変わらないであろう。

目次

はじめに

1. 「免許制」下の協会と協会員
 - 1.1. 協会統合と証券業の免許制
 - 1.2. 免許制下の証券会社
 - 1.3. 協会の統合
 - 1.4. 国内証券会社と外国証券会社
2. 免許基準の見直しと自主規制機能の強化
 - 2.1. 証券取引審議会報告書（1992年）
 - 2.2. 本協会の認可法人化と特別会員制度の創設
 - 2.3. 証券不況下の協会員
3. 「登録制」移行後の本協会と協会員
 - 3.1. 金融システム改革（日本版ビッグバン）
 - 3.2. 銀行再編と証券再編
 - 3.3. 協会の多様化と流動化
4. 金融商品取引法施行後の本協会と協会員

- 4.1. 「店頭デリバティブ取引会員」の創設
 - 4.2. 総合取引所等と「特定業務会員」の創設
 - 5. 「会員」の類型別業務特性とその変化
 - 5.1. 収益構成の変化
 - 5.2. 「会員」多様化の背景
- おわりに

はじめに

本稿の課題は、日本証券業協会（以下、「協会」と略す）の協会員が、協会統合後の 50 年の歴史の中でどのように多様化し、変化してきたのか。その背景や要因、諸事情を記述することである。

協会は協会員によって組織される。つまり協会員は、協会の設立とその後の業務運営の方針を決め、執行する主体である。その協会員の変貌は、協会のガバナンスや業務運営に影響を与える因子であることは言うまでもない。

協会統合後の 50 年を振り返ってみると、協会員の変化を決定づけた諸事情が挙げられるが、なかでも最大の決定的要因は、いわゆる「日本版ビッグバン」と呼ばれる 1998 年「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」（以下、「金融システム改革法」と略す）である。この法律によって、証券業は「免許制」から「登録制」に代わった。登録制へ移行した結果、協会員の移動や交替（新規加入と退出）が頻繁になった。また、手数料自由化や兼業の原則自由化によって協会員の業務の方法・内容・特性は多様化したからである。

これは、免許制の時代とは「180 度正反対」と形容できるほど異なっている。この転換は 1998 年に突然起こったことではない。1991 年夏の証券不祥事露見後の重要な法改正は、それまでの免許制運用方針への批判に基づいていたからである。また登録制への移行後も、「金融商品取引法（以下、「金商法」と略す）」の施行（2007 年）によって協会員の法的な位置づけが変わり、行いうる業務範囲が拡大した。その後も、金商法の改正は協会員の範囲を拡大し協会員の多様化をさらに推し進めた。

1998 年は協会統合 50 年の歴史の真ん中に当たる。そこで、以下では、1998 年までの前半 25 年と後半 25 年の大きく二つに分け、さらに前半を 1992 年、後半を 2007 年に分けた。そして、最終章では近年における会員の多様化には、市場ニーズのどのような変化が反映しているのか、それを検討してみた。

1. 「免許制」下の協会と協会員

1.1. 協会統合と証券業の免許制

最初に、協会統合時の協会員の在り方を規定した「免許制」と協会統合との関係について一瞥しておこう。

協会統合は 1973 年であるが、統合の必要性は 1963 年から始まる大蔵省証券取引審議会（以下、「証取審」と略す）において「証券業者の諸問題」で取り上げられた。ここで問題視されたのは、①当時の証券外務員が引き起こした不正事件、及び②法令違反や資力不十分で登

録取消となった証券業者が、非常に多かったことであった。

証取審の中間報告によれば、当時、外務員は大蔵省への届出義務があるだけで、実質的な登録は各協会が行っていた。しかし、外務員の登録資格としての講習修了や資格試験は東京、大阪、名古屋、新潟の4協会で行っていたにすぎず、その他の協会では「適当と認めれば外務員になることができる」建前になっていた¹。

府県別に細分化された協会では自主規制の内容、程度に差があって、これを排除するには単一の協会に統合することが有力な選択肢であった²。他方、証券業者の登録制についても、免許制に変更すべき主張が紹介されていた。しかし、この中間報告書は、どの審議項目も断定的な結論は出していなかった。

しかし、再度、議論を続けた証取審は64年12月に最終報告書を提出し、これに基づいて1965年証券取引法（以下、「証取法」と略す）が改正された。改正証取法のポイントは3点であった。すなわち、①証券業の登録制を改めて業種別免許制を採用し（28条）、②これと不可分の関係にある大蔵省の予防的監督規定を導入した（34条、35条）。また証券業の専念主義の観点から兼業を厳しく制限し承認制とした（43条）。③外務員の大蔵省への登録を義務付け³（62条）、外務員の帰属する証券会社の代理権限を明確にした（64条）。

協会の自主規制機能の脆弱性は、大蔵省への外務員登録義務に象徴されるように公権力で補強しつつ、不正行為に対する証券会社の賠償責任を明確にして外務員の雇用に自己責任意識をもたせ、ひいては協会の自主規制機能の強化を期待した、というのが筆者の理解である⁴。

1968年4月以降、証券会社の免許制が全面実施され、33に細分化していた「協会」は翌5月、免許制の実務にあたった財務局の管轄区域に対応する10ブロックに統合された。その連合体である「日本証券業協会連合会（以下、「連合会」と略す）」は定款を改正して、各ブロック協会に対する諸規則の制定指示権と指示監督権を強化することになった。

1.2. 免許制下の証券会社

1965年改正証取法は、証券会社⁵に免許を与えるに際し、3つの「免許審査基準」（31条1～3項）を設けた。それは免許申請者が「業務を健全に遂行しうる財産的基礎を持ち収支の見込みが良好であること」（1項「収支条項」）、「業務を公正かつ的確に遂行しうる知識と経験、十分な社会的信用を有すること」（2項「適格性条項」）、「有価証券の取引状況、証券会社数

¹ 「中間報告」（1964年2月）の概要は、『第2回理財局証券年報』に所載（pp79-84）。

² 府県別の「協会」を会員とする「日本証券業協会連合会」は1949年に設立されていたが、連合会はあくまでも各「協会」を会員とするもので、証券業者を直接、規制するものではなかった。

³ なお、大蔵省が行っていた外務員登録は、1992年の「公正確保法」により「協会」に事務委任されることになった（本文、2.2.を参照）。

⁴ 『第6回大蔵省証券局年報』（1968年）は、「証券業の免許制と協会の機能強化は相互に補完関係にある」（p236）と記述している。なお、連合会は1965年12月、外務員の登録資格制度の全国統一化を図るため「証券外務員資格試験規則」を制定した。統合時に協会はこれを継承した（日本証券業協会『統合10年の歩み』、1983年12月p248）。

⁵ 1965年改正により、証券業者は「証券会社」と呼称が変更された。

や営業所数等、その地域における経済の状況に照らし必要かつ適当であること」(3項「経済条項」)である。これは新規申請者に向けたもので、現に業務を行っている業者には、その実態に即して円滑に免許事務が遂行できるよう大蔵省は通達を発した⁶。

この通達では、1項「収支の見込み」が良好なこととは、「確実な収入から適正な費用を控除したうえで相当な利益を計上しうることが見込めること」とされた。「市況の低迷期にも対処しうるとな財務体質であること」が要求され、「営業収支率(手数料÷販売費・一般管理費)」や「経常収支率(手数料+金融収益)÷(販売費・一般管理費+金融費用)」が100%を上回ることが求められた。市況に左右されるディーラー業務ではなくブローカー収入だけで経費が賄えるような営業体質が求められたのである。

また3項「経済条項」は、「過当競争排除」の観点から新規参入を抑制する法的根拠となったのである。また、大蔵省は増資や業務方法、店舗の増設などを認可事項とし、証券会社の業務に大きく介入した⁷。

1.3. 協会の統合

証券業の免許制の全面的な実施とほぼ同時に行われた協会の10ブロックへの集約が、さらに進んで一つに統合されたのは5年後の1973年であった。その契機の一つは、外国証券会社の対日進出だった。

第3次資本自由化(1970年9月)により、証券業は50%の合弁形式の条件付きで海外から対日進出が自由となった。しかし合弁であれば支配権は握れない。欧米各国からは「相互主義」の観点から支配権を握れるような進出の道を開く要望が強かった。そこで、支店形式での進出を可能とする「外国証券業者法」が立法化された⁸(1971年2月)。翌1972年6月、大蔵省はアメリカの証券会社メリルリンチ社の100%子会社(バハマ法人)の東京支店に証券業免許を与えた。

これに先立つ1年前の1971年6月、東京証券業協会は「臨時会員総会」を開催して、定款3条を改正した。協会は「証取法に規定する証券会社」に加えて「外国証券業者法に規定する外国証券会社」をもって組織することになった⁹。そして先述のメリルリンチ証券東京支店は、免許を受けてすぐに東京証券業協会に加入したのである。

他方、「連合会」は、外国証券業者法が立法化された1971年5月、「組織に関する特別委員会」を設置し、協会全国一本化の問題をめぐる審議を開始した。この委員会は、9回開かれたが、第5回(72年4月13日)では、「証券界をめぐる内外の情勢は刻々と変化し外国証券会社の免許申請がなされるなど、協会の自主規制機能の強化が一層強く要請される」とした。また一本化の方法として、まず連合会を強化したのちに一本化するという段階的方法

⁶ 通達「証券業の免許にあたり検討すべき事項について」(1967年3月23日付蔵証685号)。これは、1968年4月免許実施とともに廃止されている。

⁷ 通達「証券取引法33条及び34条の規定に基づく認可事務の取り扱いについて」(1968年4月1日付蔵証681号)

⁸ 「外国証券業者法」の審議録については『日本証券史資料』戦後続編第2巻に収録。

⁹ 『証券業報』1971年7・8月号、pp131-176。

は退けられ、現連合会ならびに 10 協会は全部解散し、一挙に単一協会を新設することとなった。1972 年 9 月、協会単一化の基本的合意に達し、新しい組織及びその運営に関する具体案をまとめた中間報告¹⁰が新聞発表された。

この中間報告を踏まえ、1973 年 2 月、連合会理事会は「社団法人日本証券業協会要綱」をまとめた。この要綱に沿って旧連合会、10 ブロックの旧協会は一挙に解散し、新たに全国の証券会社を直接構成員とする社団法人「日本証券業協会」が 1973 年 7 月、大蔵大臣の許可を得て設立された。

1.4. 国内証券会社と外国証券会社

こうして全国証券会社 262 社を直接の構成員とする単一の「日本証券業協会」（以下、固有名詞としての協会を「本協会」と略する）が発足した。262 社の内訳は国内証券会社 261 社、外国証券会社 1 社であり、国内 261 社の内訳は取引所正会員 140 社（地方取引所含む）、才取会員 20 社、特別会員 2 社¹¹、取引所非会員 99 社となっている。

免許制は 1998 年までつづくが、1991 年の証券不祥事を契機に行われた重要 3 法案が、本協会と協会の歴史の中で重要な節目となった（後述）。そこで、その直前の 1991 年時点と統合直後の 1974 年とを比較して、どのような変化がみられるか整理してみよう。図表 1 によると、国内証券会社は 43 社の純減、外国証券会社は 49 社の純増で、全体の社数はさほど変わっていないが、内外証券会社の構成はかなり変化している。

図表 1 協会の構成変化

	1974 年 1 月	1991 年	備考
国内証券会社	260	217 (12 月末)	新設は日本相互証券、日本店頭証券、沖縄本土復帰に伴う 2 社（いずれも非会員）、他は合併などにより減少
（内訳）取引所会員	140	131	
非会員	98	83	
才取会員など	22	3	1982 年ごろから才取会員合併により減少（82 年 1 月からの 2 部銘柄機械化開始が理由）
外国証券会社	1	50 (6 月末)	52 社が新規に進出、うち 3 社が撤退
（内訳）取引所会員		25	3 次 にわたる会員権開放で 25 社が取得
非会員	1	25	

（注）1）沖縄の 2 社（沖縄、大宝）は本土復帰（1972 年 5 月）と同時に協会に加盟しているが、国内証券法に基づく証券業免許は 1974 年 2 月である。

2）1991 年につき、国内証券会社は 12 月末、外国証券会社は 6 月末

（出所）『第 14 回大蔵省証券局年報』（1976 年版第 2 編第 3 章）及び
『第 30 回大蔵省証券局年報』（1992 年版第 2 編第 3 章）より作成

¹⁰ 中間報告「証券業協会の全国一本化について」『証券業報』1972 年 9 月。

¹¹ 才取会員は取引所内で会員業者の取引を媒介する。特別会員は会員権を持たない非会員のためのつなぎ取引を行う。いずれも一般顧客向けの業務を行っていない。

1.4.1. 外国証券会社

まず外国証券会社の増加から見よう。その発端は1983年11月、レーガン米大統領（当時）が来日したおり、米側が日本の金融資本市場の対外開放を求めたことだった。証券界に対しては東証会員権の開放を強く迫った。これを受けて東証は3度にわたって「会員制度に関する特別委員会」を発足させ、会員枠の拡大のための定款改正を決定した。第1回目は1985年10月に10の増枠、2回目は88年5月に22の増枠（うち空き枠1）、3回目は10の増枠となった。42の増枠のうち外国証券会社には25の会員権が割り当てられた。

他方、ユニバーサルバンク制度をとる大陸ヨーロッパ諸国にとって、「銀行・証券分離制度」は対日進出を制約するものと映った。そこでわが国は1985年、銀行の出資比率が50%以下の海外証券会社につき支店形式での本邦進出を認めるという「50%ルール」を導入した。これにより、92年までにドイツ、フランス、スイス等、ユニバーサルバンク制度をとる諸国やアメリカ、イギリスからも商業銀行系の証券会社が進出してきた¹²。

この結果、1984年末まで本邦進出の外国証券会社は10社（米系8社、英系2社）にとどまっていたが、91年には欧州諸国からも加わって、7か国50社（うち東証会員25社）となったのである。すなわち、アメリカ20社（うち東証会員10社 - 以下同じ -）、イギリス13社（8社）、ドイツ7社（3社）、フランス5社（2社）、スイス3社（2社）、オランダ、カナダ各1社、である。こうして1980年代後半を通じて、協会員に占める外国証券会社の数は増え続けた。

1.4.2. 国内証券会社

他方、この間の国内証券会社の動向はどうであったか。まず統合直後のおもな収入関係項目は図表2のようであった。当時は、石油ショック（1973年）後の総需要抑制策で不況に陥り、1975年前半にはようやく景気対策で景況感が好転してきたばかりの時期で、決算環境は決して良くなかった。しかし、財産的基礎が充実しており金融収支が黒字であるため、経常収支率は不況下でも100%をクリアできている業者が多かった。また受入手数料とその中軸である委託手数料の収入に占める割合が投信販売4社を除いて過半をしめ、この不況期でも手数料収入だけで経費をカバーできる割合は高くなっている。

¹² 『第30回大蔵省証券局年報』1992年版、p239

図表2 証券会社の経営諸比率（1975年9月期）

資本金別	社数	受入手数料	うち委託手数料	純金融収益	売買損益	営業収支率	経常収支率
A	4	76.6%	42.4%	12.2%	11.1%	98.0%	112.2%
B	7	85.1%	55.8%	8.1%	6.8%	89.6%	98.5%
C	5	76.0%	50.2%	10.1%	13.9%	81.8%	94.3%
D	12	77.6%	61.1%	13.6%	8.8%	88.6%	103.2%
E	33	74.8%	63.5%	13.9%	11.3%	88.9%	104.1%
F	55	75.8%	68.4%	13.8%	10.5%	85.3%	100.6%
G	24	83.5%	73.9%	11.1%	5.4%	86.1%	98.1%
会員小計	140	78.0%	50.2%	11.7%	10.3%	93.0%	105.9%
投信販売	4	85.1%	1.4%	9.8%	5.1%	96.0%	107.0%
その他非会員	92	80.8%	70.4%	8.0%	11.2%	93.3%	101.8%
非会員小計	96	82.9%	36.8%	8.9%	8.2%	94.6%	104.0%

(注) 1) Aは大手4社、Bは資本金30億円以上（Aを除く）、Cは10億円以上30億円未満、Dは5億円以上10億円未満、Eは2億円以上5億円未満、Fは1億円以上2億円未満、Gは1億円未満。「投信販売」は投信分離政策に基づき大手4社が設立した投信販売専業の証券会社（収入の大部分は募集手数料）

(注) 2) 外国証券会社1社のほか、一般顧客とは取引せず業者間取引を専業とする才取会員20社、特別会員1社、日本相互証券、日本店頭証券の計24社を除く。

(注) 3) 比率は純業務収益（手数料＋純金融収益＋売買損益）に占める割合。営業収支率は（手数料÷販売・一般管理費）、経常収支率は（「手数料＋金融収益」÷「販売・一般管理費＋金融費用」）。

（出所）「全国証券会社営業報告書集計表」（『第14回大蔵省証券局年報』1976年版）より作成

そこで、これをさらに延長して、1981年9月期、1991年3月期についても同様に作表してみよう（図表3）。1981年は第2次石油ショック後の景気低迷を減量経営で乗り切り、日本経済のパフォーマンスの良好さから外国人投資が活発になり始めた時期である。その後、80年代後半からはバブル経済に入り証券市場は活況期を迎える。1991年3月期はバブル崩壊直後であるが、その余韻でなお財務状況は余裕のあった時期である。この間をみると、国内証券会社の新規参入はほぼ皆無である。むしろ逆に、主として合併によって¹³証券取引所の正会員は9社、非会員業者は15社減少している。

¹³ 例外として、この直前の1980年6月、高木貞証券（京都証券取引所正会員）の免許取り消しがあった。

図表3 証券会社の経営諸比率（左 1981 年 9 月期：右 1991 年 3 月期）

資本金別	社数		受入手数料		うち委託手数料		純金融収益		売買損益		営業収支率		経常収支率		1社あたり純営業収益（億円）	
A	4	4	81.1%	80.4%	58.0%	47.3%	11.8%	11.6%	7.1%	8.1%	119.6%	159.5%	133.7%	174.0%	1,727	6,665
B	8	42	95.8%	88.3%	72.0%	66.2%	5.9%	8.1%	-1.7%	3.6%	104.1%	129.8%	108.8%	136.7%	258	491
C	11	27	86.0%	85.3%	71.0%	74.7%	8.6%	7.1%	5.4%	7.5%	101.5%	129.0%	109.1%	131.9%	67	95
D	109	56	81.1%	82.0%	71.1%	74.5%	8.7%	8.3%	10.3%	9.6%	96.1%	123.5%	104.9%	129.2%	19	47
会員小計	132	129	84.0%	83.8%	63.6%	57.4%	10.0%	9.8%	6.0%	6.4%	110.5%	142.3%	120.1%	151.8%	89	407
投信販売	4		78.0%		11.6%		9.3%		12.8%		94.3%		105.5%		91	
その他非会員	91	81	88.0%	91.4%	77.6%	82.1%	7.7%	7.3%	4.3%	1.3%	103.8%	139.0%	109.9%	139.4%	3	15
非会員小計	95		82.3%		40.2%		8.6%		9.1%		98.4%		107.7%		7	

（注）1）A は大手 4 社、B）は資本金 30 億円以上（A を除く）、C）は 10 億円以上 30 億円未満、D）は 10 億円未満、投信販売専業の 4 社は 1980 年代前半に吸収合併されている。

2）外国証券会社、東京連合証券、日本協栄証券、日本相互証券、日本店頭証券、才取会員を除く

（出所）「全国証券会社営業報告書集計表」（『第 20 回大蔵省証券局年報』1982 年版、
『第 30 回大蔵省証券局年報』1992 年版）より作成

純営業収益に占める受入手数料の割合はほとんど変わっていないが、大手 4 社と資本金 30 億円以上の「総合証券¹⁴」は委託手数料への依存度を低下させている。これは、委託以外の手数料すなわち引受・募集手数料のウェイトが高まったためで、1980 年代のエクイティファイナンスの引受や投資信託の募集販売を積極的に手掛けていたためである。他方で、売買損益の依存度は低位にとどまっている。

この 10 年間で 1 社あたりの純営業収益は会員証券会社で 4 倍超、非会員業者で 2 倍超に膨らんでおり、営業収支率や経常収支率は軒並み上昇している。もっと注目すべきは、資本金 30 億円以上の「総合証券」が 8 社から 42 社まで増えたことである。このうち合併によって総合証券になった社数は少なく、大半は単独増資によった。中堅・中小証券の「総合証券化」は特に 80 年代後半のバブルの時期に集中した。その背景としては、上位都銀が系列中堅・中小証券を総合証券にまで育成して証券参入の足掛かりを強化しようと企図したこと、大蔵省が 4 社寡占対策として単独増資を認めたこと、バブル期の熱狂相場が総合証券化に伴う固定費増加の懸念を後退させたことなどが挙げられよう¹⁵。

この間の国内証券会社は、全社が株式ブローカーとして同質的であり、中小は準大手を、準大手は大手 4 社を目標に規模拡大を図り、同じ方向性を志向した業界体質だったといえる。そのことは本協会のガバナンスにも反映し、協会長は大手 4 社出身者が持ち回りで就任し、大手 4 社がリーダーシップを発揮してきたことからもうかがえる。しかし 1990 年代に入ると、これに転機が訪れる。

¹⁴ 当時、委託売買、自己売買、引受業務、募集業務の 4 業種の免許を持つほか元引受業務を兼ねる証券会社は「総合証券会社」と呼ばれ、最低資本金 30 億円が必要であった。

¹⁵ 詳しくは、拙稿「準大手・中堅中小証券とは何か」（『準大手・中堅証券史』金融財政事情研究会、2022 年 6 月、第 1 章）を参照。

2. 免許基準の見直しと自主規制機能の強化

2.1. 証券取引審議会報告書（1992 年）

バブル崩壊後の株価下落の中で、1991 年夏、損失補填が露呈し、大手証券をはじめ証券界は強い批判を浴びる。証取審は 1992 年 1 月、報告書「証券市場における適正な競争の促進等について」を公表した。この報告書の認識は、証券不祥事の根底には「証券市場における適正な競争が十分ではなかった」こと、それは「行政の姿勢が業者の保護育成に傾いたままで、業者も行政に依存する体質にあった」ためである、という。したがって対策としては「新規参入の促進」、「委託手数料の自由化等」による競争の一層の促進を図る」ことにあると結論付けた¹⁶。

本稿の課題に関係するのは、「新規参入の促進」には現行免許基準の見直しが必要であるという主張である¹⁷。報告書は免許制の必要性を否定していなかった。ただ、その運用には問題があった、というのである。すなわち、免許制の下でも新規参入を想定していなかったわけではなく、免許基準の具体化・明確化と審査の透明性向上を通じて競争促進に資する新規参入の実現を図るべきであった、と主張した。

この観点から証取法 31 条「免許審査基準」について明確な定義・解釈が行われていないことを批判し、明確化と解釈基準の公表、裁量範囲の縮小を求めている。具体的には、31 条 1 項「収支条項」については、新規参入者はしばらく赤字になる可能性が高いため、赤字の累積を見込んでなおかつ財産的基礎が保たれるように、最低資本金の引上げを求めている¹⁸。また 3 項「経済条項」については、競争制限的に働かないように運用することが適当であること、情報通信手段の発達を考慮すると限られた地域内における取引状況などは考慮する意味は小さい、と述べている。

そしてこれまでの行政指導、通達行政を批判し、一定の行為を禁止・自粛・制限している通達は、できるだけ法令化するか、または自主規制に移行させるべきであるという。この証取審報告書を受けて、重要な法案の改正などが行われた。このうち本稿の課題に関連するのは 1992 年 6 月公布の「公正確保法」と「金融制度改革法」である¹⁹。

2.2. 本協会の認可法人化と特別会員制度の創設

通称「公正確保法」とは、正式名「証券取引等の公正を確保するための証券取引法等の一部を改正する法律」である。この法律は、証券取引等監視委員会の設置のほか、自主規制機能強化の観点から本協会を大蔵省の認可法人とした（証取法 68 条 2 項）。従来は民法上の社团法人であって、大蔵省に登録することになっていたのである。本協会は直ちに認可申請を

¹⁶ 資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について 相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について』財経詳報社、1992 年 10 月、pp5-28。

¹⁷ 報告書では、この他、投資信託委託業の免許基準の見直し、株式委託手数料の自由化等も審議された。

¹⁸ 最低資本金は 1993 年に引き上げられた。例えば「総合証券」のそれは 30 億円から 100 億円になった（ただし 5 年間の猶予期間がある）。

¹⁹ このほか、証券不祥事直後の 1991 年 10 月に成立した証取法改正は、「損失補填の禁止とその違反への刑事罰」、その温床となった「一任勘定取引の禁止」を盛り込んでいる。

行い、1992年7月に認可法人となった。

また認可金融機関（現在は登録金融機関）は、認可証券業務の範囲内において「証券会社」とみなす（同条3項）とした。文言だけ見ると、認可金融機関も「みなし証券会社」として新たに協会を設立できることになる。しかし、金融機関側は本協会への加入を選択した。

1992年9月、本協会は「銀行等加入問題懇談会」を設置した。論点は、金融機関が加入する場合の地位、権利・義務、執行体制などであった。地位については、認可証券業務にかかる自主規制のための加入であることから「特別会員」とした。このため、自主規制に関する権利は付与されるが、協会全体の運営についての権利は制限されることになる。他方で、自主規制に係る義務（届出・報告、公正慣習規則の適用、規則遵守の監査、違反への処分）は課されるが、財務負担に関しては権利に見合って軽減される。また外務員登録や監査業務等、執行体制については、金融機関の組織する団体（全銀協、地銀協等）へ委託することとなった²⁰。

1993年12月、本協会は定款を改正し、協会を組織するものとして証券会社のほか認可金融機関を加え（3条改正）、協会員として「会員」のほかに「特別会員」という種類を設けた（4条新設²¹）。1994年4月、244社の認可金融機関が特別会員として加入した。

2.3. 証券不況下の協会員

他方、「金融制度改革法」（1992年6月公布）は、有価証券の範囲を広げ、その取扱いの一部を金融機関本体の認可証券業務に含めるとともに、子会社方式での銀行・証券の相互参入の道を開いた²²。これに平仄を合わせる形で、外国銀行が50%超出資の海外子会社の支店形態で証券業務を行うことや、日本国内で50%超出資の証券子会社を設立することも可能となった²³。

以上を受けて、1993年7月から順次、銀行の証券子会社が設立され証券業の免許を得て参入した。1996年までにその数は19社に達した。なお、この法律の附則に「当分の間、株式に係る業務をしてはならない旨の条件」が付された。

そこで、本協会と協会員の在り方に大きな影響を与えた「公正確保法」と「金融制度改革法」が成立する直前の1991年3月期と実質的に免許制が終焉を迎える直前の1997年3月期の決算数値を比較して、どのような変化があったかを見よう。この間、バブルが崩壊し、株価下落が続いて、市況が低迷した時代である。この間の証券不況下で、協会員にどのような変化があったのだろうか。

図表4は、外国証券会社のシェア上昇と銀行系証券子会社の参入がこの間の特筆すべき出

²⁰ この業務委託は、2006年3月以降、順次、解消を図ってきたが、2009年3月末、全ての業務委託を解消した（『証券業報』2009年5月）

²¹ 『証券業報』1994年1月。

²² 「銀行等が発行済株式数の50%を超える株式を保有する会社に証券業の免許をあたえることができる」（証取法65条の3）が新設された。

²³ これ以降、海外の金融機関は、外国証券業者法に準拠した支店設置のほか、証取法に準拠した国内証券会社設立の方法でも進出できるようになったが、これが本格化するのは、2006年以降である。

来事であったことを勘案して、図表3の1991年3月期の分類を組み替え、かつ外国証券会社を加えてみた。

図表4 収入項目のシェア変化（左は1991年3月期、右は1997年3月期）

(国内証券)		社数		委託手数料		引受手数料		募集手数料		その他手数料		売買益・純金融収益		純営業収益	
東証会員	大手4社	4	4	36.1%	37.0%	70.3%	67.8%	50.4%	63.5%	47.9%	41.9%	55.7%	55.3%	44.6%	47.5%
	総合証券	42	45	42.0%	34.1%	23.3%	16.4%	44.0%	28.5%	28.8%	19.0%	29.8%	30.2%	37.2%	28.5%
	中小証券	53	54	9.3%	7.9%	0.7%	0.4%	3.2%	1.9%	2.6%	2.0%	6.5%	4.2%	7.1%	4.8%
東証非会員	銀行系証券子会社		19		0.6%		11.8%		4.7%		2.3%		-1.2%		2.2%
	その他非会員	111	103	4.9%	4.1%	0.2%	0.1%	1.6%	1.3%	1.3%	1.0%	2.4%	0.5%	3.5%	2.2%
(外国証券)															
東証会員		25	21	6.5%	15.0%	5.5%	3.0%	0.8%	0.1%	14.4%	22.2%	4.7%	10.9%	6.3%	12.4%
東証非会員		25	35	1.1%	1.3%	0.1%	0.4%	0.0%	0.0%	5.0%	11.5%	0.9%	0.2%	1.3%	2.4%
全協会員（社、億円）		260	281	20,230	10,513	1,721	2,648	3,143	2,550	3,681	3,725	8,734	4,881	37,509	24,317
収入構成				53.9%	43.2%	4.6%	10.9%	8.4%	10.5%	9.8%	15.3%	23.3%	20.1%	100.0%	100.0%

(注) 1) 売買益と純金融収入は合算して算出

2) 東京連合証券、日本協栄証券、日本相互証券、日本店頭証券、才取会員を除く

(出所) 『大蔵省証券局年報』、東証『証券』、『日経公社債情報』1997年5月19日号などより作成。

これによると、銀行系証券子会社19社を除くと、国内証券会社に新規参入は見られず、逆に合併等により4社減少となっている。また、1997年3月期の純営業収益は、91年3月期の3.7兆円から97年3月期には2.4兆円に低下、1.3兆円の減収である。

そのシェア変化からみて、総合証券、次いで中小証券クラスの減収が著しかったことがわかる。その要因として、引受及び募集手数料が銀行系証券子会社に浸食されたことが大きいことがわかる。また、ここでは煩雑になるため、記載していないが、収入構成は、銀行系証券子会社は「当分の間、株式に係る業務はしてはならなかった」ため委託手数料のウェイトは極めて低く、引受・募集手数料のウェイトが高いが、それ以外の国内証券会社はほとんど変化がなく、依然として株式委託手数料が最大項目を占めた。

次に外国証券会社に目を転じると、委託手数料及び売買損益・純金融収益では、東証会員外国証券のシェアがいずれも2倍に上昇している。この間、株価が下落し、法人持株比率が低下する反面、海外株主が増え、かつ海外投資家による売買比率が上昇しているが、外国証券会社が海外からの取引発注の恩恵を受けていたことがわかる。それはまた、その他手数料のシェアが上昇していることにも反映している。その多くは海外親会社からの収益分配金等から構成されている。そのほか、一部の外国証券会社（東証会員）は、先物と現物株との裁定取引で利益を上げ、売買利益のシェアも高くなっている。

3. 「登録制」移行後の本協会と協会員

3.1. 金融システム改革（日本版ビッグバン）

バブル崩壊後、証券市場では市場活性化の観点から漸進的に種々の規制緩和措置が取られてきた。1996年3月には規制緩和推進計画の改定が閣議決定され、大蔵省は「証券分野に

おける規制緩和の基本方向」を公表した²⁴。しかし、漸進的・後追いの対応ではニューヨークやロンドンと並ぶ国際的な金融センターにはなりえないとの当時の官邸の認識から、抜本的な金融システム改革が志向されるようになった。この観点から、証取審に「総合部会」が設置され、翌97年6月報告書「証券市場の総合改革」が公表された²⁵。

この報告書は証券市場改革を含む金融システム改革の全体的な具体的措置・スケジュールを明らかにしており、法改正を要しないものは直ちに実施され、法改正を要するものは「金融システム改革法案」に盛り込まれた（1998年6月成立、公布）。

この結果、証券業の免許制は1998年11月末で終わり、1998年12月からは登録制に移行したが、この少し前から免許制の弾力的運用が始まっていた。銀行系証券子会社以外にはなかった証券業の免許は1997年7月から98年11月末までのわずか1年半で20社に付与された。他方、97年11月の三洋、山一の破綻、自主廃業、合併などで98年末には19社が退出した²⁶。国内証券会社の流動化・交替がすでに始まっていたのである。

登録制移行と同時に、専業義務は見直され、証券会社が投資顧問業や投信委託業を兼業することも可能になった。逆に投資顧問会社や投信委託会社が証券業を兼業することも可能になった。銀行系証券子会社の業務制限も1999年度下期から撤廃された。そして1999年10月には手数料の全面的な自由化が開始された。

「日本版ビッグバン」は協会員の在り方を大きく左右することになったが、これに折からの銀行再編成に主導された証券再編成が加わって、証券業界は激変し、協会員の顔ぶれも大きく変わることになる。

3.2. 銀行再編と証券再編

バブル崩壊後、不動産担保融資の多くが不良債権化し、それが金融機関の自己資本比率を低下させ、1990年代後半には、銀行危機に発展した。1997年に北海道拓殖銀行、98年に日本長期信用銀行、日本債券信用銀行が破綻したことをきっかけに、残る大手金融機関が経営統合に動き、2000年代半ばにはこれまで約20を数えた大手銀行は、5グループ（メガバンク3行、りそな、三井住友信託）に集約された。この銀行統合に牽引される形で証券再編成が進んでいった。1980年代後半に中堅証券が規模を拡大して総合証券化を図ったときに、都市銀行の多くは証券業務強化の足掛かりをもつため、中堅証券への出資や人材派遣など支援強化を図って系列化を進めた。

他方、山一の破綻によって山一保有の中小証券株も売却された。また他の大手証券も中小証券を系列下におくことのメリットよりリスクの方が高いと考えるようになり、売却に動いた。その結果、証券会社株はにわかに浮動化した。こうした状況下、メガバンクグループを

²⁴ 『証券年報』1996年版、pp58～64。

²⁵ 1996年11月、橋本内閣が、フリー・フェア・グローバルの理念のもと、国際的金融市場として再生することを目指して「金融システムの改革」を大蔵省・法務省に指示したことが発端とされる。『総合部会』報告書は、『証券年報』1997年版、pp45～59、参照。

²⁶ 『証券業報』『協会通知』よりカウントした。

中心に準大手・中堅証券の再編成が始まる²⁷。

先述のように大手銀行等は1993年以降、相次いで証券子会社を設立、その数は19社に上ったが、のちのメガバンクに集約された各行は、傘下の証券子会社も統合し、これを中軸に大手証券系の準大手・中堅証券の買収と自らの系列証券を加えて、現在のメガ系大手証券へと経営統合させた。その結果、バブル期に規模拡大を図った準大手・中堅証券の「総合証券」45社（1997年3月末）は、破綻した三洋証券を除き、①メガ系大手証券に吸収された16社（図表5）、②同業他社5社に吸収合併された12社、③他業態に系列化された3社、④現存13社に分解した。

図表5 メガバンク系大手3社に集約統合された準大手・中堅証券16社

メガバンク系大手証券	準大手・中堅
三菱UFJモルガン・スタンレー証券	国際（野村証系）、第一（長銀系）、ユニバーサル（大和証系）、太平洋（山一証系）、東和（三和銀系）、菱光（三菱銀系）、大七（東京銀系）
みずほ証券	新日本（興銀系）、勸角（第一勧銀系）、和光（興銀系）、大東（山一証・富士銀系）
SMBC日興証券	山種（三井銀系）、神栄石野（太陽神戸銀系）、明光（住銀系）、ナショナル（松下電産系）、泉（住友生命系）

（注）カッコ内は統合前の系列関係を表している。社名は当時のままとした。

（出所）各社沿革より作成。

3.3. 協会の多様化と流動化

かつての協会の太宗を占めた証券会社は、1997年以降、自主廃業や吸収合併等により社数は減少していった。他方、免許制の弾力的運用、さらに登録制への移行（1998年12月）により、新規参入が続いた。

次の段階で協会の法律上の定義に大きな変化を与え、行いうる業務範囲をさらに拡大するのは、金商法である。そこで、金商法施行直前の2007年3月期と比較することで登録制移行後の協会の変化をみておこう。

まず1998年7月から2007年3月までの約9年間、証券業への新規参入と退出の足取りを金融庁（前金融監督庁）の白書『金融庁の一年』から拾い上げてカウントすると、191社が参入し、合併・自主廃業で169社が退出した。そこで、先の1997年3月期から協会の在り方がどのように変化したのか。それをみるために、303社を株主属性、業務方法・内容・特性にわけて分類し、各類型の収入構成を作表したのが図表6である。

まず1997年から2007年にかけて、純業務収益は2.4兆円から4兆円強へ増加しているが、その収入構成は大きく変化している。「委託手数料」のウェイトが43.2%から25.8%へ低下、逆に「その他手数料」が15.3%から31.7%へ上昇している。

そこで、この間の純業務収益の増加と収入構成の変化を牽引したのは、協会のうちどの類型だったのか。まず考えられるのは外資系証券会社である。

²⁷ 銀行再編と証券再編との関連については、前掲『準大手・中堅証券史』第1章を参照。

図表6 類型別にみた収入構成（2007年3月期）

	社数	委託 手数料	引受け 手数料	募集 手数料	その他の 手数料	トレー ディング 損益	純金融 収益	その他 営業収益
(大手総合およびホールセール)								
独立系大手	4	19.1%	7.2%	19.6%	20.0%	29.5%	4.7%	0.0%
メガバンク系	7	21.2%	8.0%	11.3%	17.7%	37.8%	3.0%	1.1%
その他銀行系	3	0.3%	4.2%	13.3%	28.1%	49.6%	4.5%	0.0%
外資系	41	20.6%	4.8%	0.5%	63.5%	6.7%	3.8%	0.1%
(リテール)								
上場証券	16	44.9%	1.7%	16.2%	12.4%	20.4%	4.4%	0.0%
地銀系証券	5	54.7%	0.4%	21.7%	9.5%	10.5%	3.2%	0.0%
中小証券	143	56.2%	0.4%	6.1%	7.6%	23.4%	5.4%	1.0%
ネット証券	13	60.7%	0.8%	1.6%	9.2%	2.3%	24.8%	0.8%
(新業態)								
投資運用関連（日系）	15	8.0%	0.2%	12.7%	67.6%	11.2%	-0.4%	0.6%
投資運用関連（外資系）	17	2.4%	0.0%	2.2%	40.2%	0.0%	0.0%	55.2%
FX	18	24.6%	0.0%	0.7%	38.5%	32.7%	0.0%	3.5%
PTS	9	51.6%	0.0%	0.0%	40.0%	0.4%	-0.2%	8.1%
日系その他	12	4.5%	0.5%	2.1%	90.4%	-0.6%	2.8%	0.2%
合計（社、億円）	303	10,425	2,153	4,169	12,821	8,568	2,012	250
構成比		25.8%	5.3%	10.3%	31.7%	21.2%	5.0%	0.6%

(注) 1) 独立系大手は野村、大和、大和 SMBC、日興コーディアルの4社。メガバンク系は新光、みずほ、みずほインベスターズ、三菱UFJ モルガン・スタンレー、三菱UFJ モルガンスタンレー・プライベートバンク証券、三菱UFJ ウェルスマネジメント、SMBC フレンドの7社。日興シティグループ証券は外国証券会社に含めている。

2) 「上場証券」は持株会社（親会社）が上場している場合に支配的の子会社であれば含める（大手、メガバンク系、ネット証券を除く）。

3) ネット証券、FX（外為証拠金業）、PTS（私設取引システム）には外資系証券も含める。

4) 「日系その他」には店頭デリバティブ、証券代行、金融仲介支援業、未公開株式取扱業などの国内業者。

5) なお外資系証券会社は計63社である。

6) 最下段の合計は、社数と各収入項目の合計額である。

（出所）拙稿『証券会社経営の時系列的分析』付属資料
（日本証券業協会委託調査、2018年）より再引用、一部改変。

3.3.1. 外資系証券会社

本協会の統計によると、2007年3月末時点の外国証券会社は32社となっている。これは、外国証券会社が「外国法に準拠して設立された証券会社」と定義されているからである。当初の対日進出は、「外国証券業者法」に基づいて外国証券会社が国内に設けた支店の形態をとってきた。しかし、資本自由化の段階的スケジュールは完了し、海外の銀行や証券会社も、国内の証取法に基づいて証券会社を設立することができるし、実際、何社かは現地法人として進出している²⁸。そして金商法や会社法の整備が行われていた2006年以降、国内証券会社を設立して在日東京支店の営業を譲渡する形で組織変更する動きが活発化した。このため、

²⁸ たとえばメリルリンチ社は破綻した山一の店舗や社員など営業権の一部を買い取ってメリルリンチ日本証券を設立した（1998年2月）。

外国証券東京支店は減少する一方である。ところが、外資系証券会社のプレゼンスが低下しているとは言い難いのである。

そこで図表6では、支配株主から外資系と推測した社数も加えてみた。その数は63社にのぼった。このうち証券業を主業とする業者（ネット証券を除く）は41社で数社を除き²⁹ほとんどがホールセールである。投資運用業や投資助言を主業とする業者は17社を数える³⁰。

その収益構成をみると、「その他手数料」や「その他業務収益」がほとんどを占め、国内証券会社の収益構成とかなり異なっていることがわかる。

次に、純営業収益のシェアをみると、外資系は1997年3月期の15%弱から、30%強へ倍増している。この時期は、2003年3月期を底に市況は好転、比較的、収支環境は良好だったが、その波に乗って外資系証券会社が進出を加速し、業績を上げていったのであるが、その業務内容は「その他手数料」とか「その他業務収益」と表示されているだけで、具体的にどのような業務内容だったのか、明瞭ではない。もっとも、その具体的内容は近年、開示されるようになってきたので、後で、もう一度振り返ってみよう。

3.3.2. 国内証券会社

他方、国内勢はどう変化したのだろうか。かつての大手4社は、山一が退出したため、実質3社となり、純営業収益のシェアは1/3に低下した。「総合証券」と総称された準大手・中堅証券会社の40社強は、銀行主導の証券再編の過程で16社が「メガバンク系証券」に統合された。うち13社は、業績の良好なその他中小証券の一部とともに、同業他社を吸収合併して業容を拡大し、その中から上場する業者も現れた。それが、図表6にある「上場証券」である。

1997年時点の中小証券157社は、2007年時点では143社となっているが、その顔触れはかなり変わっている。ごく一部の上層部は「上場証券」へと上昇転化したのが、吸収合併、自主廃業による退出、他業態による買収がみられた。社数はあまり変化ないように見えるが、新規参入も多く、オーナーはかなり変化している。

新たな業務方法としては、非対面の「ネット専門証券」の登場を挙げなければならない。13社のうち10社は新設の新規参入業者である。手数料自由化とインターネットの普及によって登場した類型であり、その純営業収益のシェアは、中小証券全社を合わせたシェアに匹敵する4.6%である。収入構成は委託手数料と純金融収益で85%を占め、信用取引を多用する回転の速い個人客からの受注に依存したビジネスモデルであることがうかがえる。

FX（外為証拠金）業務は、外為業務の自由化（1998年）によって始まった。当初、この取引に関する法律や規制がなく、多数の業者が参入してきた。とりわけ、不招請勧誘の禁止措置が取りざたされていた³¹商品先物取引業者がFX業務へとシフトしていった。2005年に

²⁹ 日本のリテール証券会社を買収した外資系がいくつか含まれる。

³⁰ 残る5社は、FX、PTS、ネット証券である。

³¹ 2009年の商品取引所法改正（商品先物取引法）により「不招請勧誘の禁止」が法制化された。

金融先物取引法（のち金商法に統合）の改正でFX業務は登録制となると、悪質業者は淘汰されていった。そうした流れの中で証券業の兼業を志す業者が現れている。

ただし、先の投資運用関連業者やFX業者は兼業による証券業への参入を図っているとはいっても、証券業による収益のウェイトは極めて低い³²。

3.3.3. 協会員の多様化と本協会の新体制（2004年）

以上のように、協会員の業態は証券業の登録制移行後、多様化した。この結果、本協会の業務運営に多様な意見を反映させる必要性が生じた。2004年7月、協会は「自主規制機能」と「業界活動機能」をそれぞれ独立的に運営するガバナンス構造を構築するため、「自主規制部門」「証券戦略部門」及び「総括・管理部門」からなる新体制に移行した。

これに先立って、「協会機能のあり方に関する特別委員会」が設置され、2004年3月、報告書が公表された³³。自主規制機能は投資家の信頼性確保の観点から公正・中立な運営が必要である。自主規制部門に「自主規制会議」が設置され、自主規制に係る通常業務の意思決定機関としてガバナンスを発揮することとなった。

他方、証券戦略部門には「証券戦略会議」が設置され、証券戦略に係る通常業務の意思決定機関となった。証券戦略会議は業態別の意見を集約するため「証券評議会」、地区別の意見を集約するため「地区評議会」を設けた。ちなみに、証券評議会は、業態別に、①リテール、②外国証券、③ネット、④ホールセール of 4つの証券評議会に分かれている。一口に「証券戦略」といっても、業態ごとに利害関心が異なっているため、意見集約の場も別個に設ける必要があるのだろう。

4. 金融商品取引法施行後の本協会と協会員

4.1. 「店頭デリバティブ取引会員」の創設

2007年の金商法施行により、本協会は金商法上の「認可金融商品取引業協会」となった。金商法により、証券会社は法的には「第一種金融商品取引業者」（以下、「第一種業者」と略す）と定義づけられた。これに関連して「協会員」の種類として「会員」、「特別会員」のほかに「店頭デリバティブ取引会員」の種別が加わった。

金商法は、旧来の証取法を母体に、外国証券業者法、証券投資顧問業法、金融先物取引法、抵当証券業法等を統合している。大まかに言えば、第一種業は、従来の証券業と金融先物取引業を合わせたものとなる。金商法は、従来の証券業者を第一種業と定義したため、本業として証券業のほかに金融先物取引業も加わることになった。

すなわち、本協会の「会員」は、業務の範囲を広げることになったのである。そして本協会は、金商法の施行に伴い、店頭デリバティブ取引のうち、有価証券関連でなく金融先物にも当たらないデリバティブ取引について、新たに本協会の自主規制規則の対象とすることとしたため、2007年9月、協会員の種類を3つにした（改正定款5条）。

³² FX業者の委託手数料やトレーディング損益には商品先物に係るものが混在している。

³³ 「協会組織・機能のあり方について」『証券業報』2004年3月、所収。

「会員」は、第一種業において、①特定店頭デリバティブ取引等のみを業として行う者と②特定店頭デリバティブ取引等及び店頭金融先物取引等のみを業として行う者を除いた残りの業者である³⁴。そして、第一種業において、特定店頭デリバティブ取引等³⁵のみを業として行う者並びに特定店頭デリバティブ取引等及び店頭金融先物取引等のみを業として行う者を「会員」とは区別し、「店頭デリバティブ取引会員」とした。他方、店頭金融先物取引等³⁶のみを業として行う者は、従来と同様に「金融先物取引業協会」の会員としてその自主規制に服することになった³⁷。その後、金商法の改正が続き、第一種業にいくつかの業務が加わることにより、協会の種類が増えることになる。

4.2. 総合取引所等と「特定業務会員」の創設

2012年9月、わが国市場の国際競争力強化等をはかるため金商法が改正された（2012年9月公布）。その主たる内容は「証券・金融・商品を横断的に一括して取り扱う総合取引所」の実現に向けた制度整備（2014年3月施行）、国際的金融危機の一因となった「店頭デリバティブ取引の規制整備」（2015年9月施行）などであった。

この改正では、「金融商品」の定義に「商品」を加え（2条24項3号の2、但しコメを除く）、金融商品取引所において商品関連市場デリバティブ取引を行えるようにした（87条の2第1項）。そして第一種業に「商品関連市場デリバティブ取引」を加えたのである（28条第1項）。

また、店頭デリバティブ規制については、これに先立つ2010年改正金商法で清算機関の利用が義務付けられ、取引情報の保存・報告制度が導入されていた（2012年11月施行）。しかし、取引情報の迅速な開示には「電子情報処理組織（電子取引基盤）」の利用が必要であるとの観点から、2012年の改正金商法には、一定の金融機関に対し電子取引基盤の使用義務が導入されたのである（40条の7）。この電子取引基盤を提供する行為は「取引の媒介等」に該当するため、第一種業の登録が必要となるのであった³⁸。

さらに2014年5月には新規・成長企業へのリスクマネー供給を促進させる観点から投資型クラウドファンディング等に係る制度整備を含む金商法改正が成立した（2015年4月施行）。ウェブサイト等を通じて行う証券の募集、私募の取扱いを「電子募集取扱業務」とし、このうち、非上場株券、新株予約権証券の発行総額、取得者が払い込む額が少額であるもの（「発行総額1億円未満かつ1人当たり投資額50万円以下」）が「第一種少額電子募集取扱業務」とされた。そして第一種少額電子募集取扱業務のみに携わる取扱業者については参入要件の緩和措置等が講じられた（純財産が1,000万円以上でよく、投資者保護基金への加入も免除）。

³⁴ 「会員」とは、第一種金融商品取引業のうち「有価証券関連デリバティブ取引等以外の店頭デリバティブ取引等のみを業として行う者」を除く（定款5条）

³⁵ 具体的には金利・通貨スワップ、クレジット・デフォルト・スワップ、天候デリバティブ、地震デリバティブなどをいう。

³⁶ 具体的には店頭FX業者をいう。

³⁷ 詳しくは『証券業報』2007年9月を参照。

³⁸ 一定の金融機関（平均月末残高6兆円以上を想定）に対し、特定の店頭デリバティブ取引（当面は円金利スワップを想定）について、電子取引基盤の使用が義務付けられた（総合取引所制度等への取組みに関する特別委員会『金融商品取引業の拡大等に伴う本協会の対応について』2014年11月、別紙3）。

こうした相次ぐ第一種業の業務範囲拡大につれて、本協会は、投資家保護の観点から適切な自主規制機能を発揮させるため、「総合取引所制度等への取組みに関する特別委員会」を設置した（2014年3月）。同特別委員会は同年11月、報告書を発表した³⁹。

検討事項は、(1) 協会の範囲と自主規制のあり方、(2) 日本投資者保護基金との関係と本協会として必要な措置、(3) 適用する自主規制規則及び取引ルールに関する提言、(4) 会員カテゴリー及び負担のあり方など協会ガバナンスのあり方、(5) 本協会の加入等審査態勢の整備などであった。

商品デリバティブについては、自主規制機関として「日本商品先物取引協会」があるが、同協会は総合取引所における商品デリバティブ取引に係る自主規制を担うことを表明しておらず、既存協会員にとっても重複加入を回避できることから本協会の自主規制で一元化することになった。商品先物専業については第一種業の登録を求める（登録要件は証券会社と同じ）が、既存の商品先物専業者については自己資本規制、分別管理などの基準として商品先物取引法が適用されているため、経過措置を認めた。保護基金からの補償については、既存協会員は日本投資者保護基金からの補償とし、既存の商品先物専業者の場合は、日本商品委託者保護基金を改正金商法上の「みなし基金」として利用できることとした。

他方、株式投資型クラウドファンディング、電子取引基盤運営業については、当該業務のみを行っている業者については、業務が限定的であるため、権利義務関係の制限された「特定業務会員」として自主規制にのみ参画させることとなった。すなわち、総会、理事会、証券戦略会議、金融・証券教育支援委員会には参加しないこととし、自主規制会議には必要に応じて、特定業務会員からの意見、参加を求めることとなった。なお、これまでの「店頭デリバティブ取引会員」を改め、「特定業務会員」とすることになった（定款5条2号改正、2015年4月施行）。

「総合取引所」の実現に向けた改正金商法が施行（前述）され、その後、2020年7月に東京商品取引所から大阪取引所へ上場商品が移管されることにより「総合取引所」として統合されることとなったことを踏まえ、商品関連市場デリバティブ取引取次ぎ等に係る業務のみを行う者は、2020年3月に「特定業務会員」に含めることとなった⁴⁰。

ちなみに「特定業務会員」は、2023年11月末11社であり、商品関連市場デリバティブ取引取次ぎ等に係る業務のみを行う者4社、株式投資型クラウドファンディング業務のみを行う者4社、特定店頭デリバティブ取引等に係る業務のみを行う者3社となっている。そして「会員」272社は、金商業者のうち、第一種業から①店頭金融先物取引等に係る業務、②通貨に係る価格、利率等又はそれらに基づいて算出した数値に係る店頭デリバティブ取引等業務、③電子記録移転権利等に係る業務を除いた業務を行う者（特定業務会員を除く）、言い換えれば「有価証券関連業」（金商法28条8項）の登録業者ということになる。

³⁹ 同上

⁴⁰ 「商品関連市場デリバティブ取引等の自主規制規則の適用に関する規則」（2020年2月

5. 「会員」の類型別業務特性とその変化

金商法及びその改正により、第一種業の業務範囲が拡大し、その結果、自主規制の対象となる業務も拡大したが、「会員」と同等の権利と義務を持たせた加入は、新たに導入された金商業のみを行う新規加入業者にとって負担が大きくなる。そこで、本協会は「会員」とは別に、本協会の「自主規制」の機能にのみ参画する権利・義務を制限した協会のステータスを設けたが、じつは「会員」として加入している業者自体の業務内容も、1990年代末の登録制移行以降、会員の入れ替わりの過程で、すでに多様化が始まっていた。2007年3月期の決算では、会員の収益構成において類型ごとに顕著な偏りがみられていたのである（図表6）。それが2004年に設置された「証券戦略部門」において複数の「証券評議会」を設けることにつながった一因である、と筆者は考える。

5.1. 収益構成の変化

2007年以降も、後述するように新規加入と退出が繰り返され、会員の交代が起こっているが、それはどのような業務多様化を引き起こしているのだろうか。業務の多様化であれ、変容であれ、それは必ず、収益の増減や収益構成の変化に反映されるはずである。会員数は2016年にボトムを打っていることから、2007年3月期、2015年度⁴¹、直近の2021年度の3期の決算数値を比較して、収益構成にどのような変化がみられるか。それが、会員のうち、どの種類の業者によってもたらされているのか、それを次に見よう。

まず、この3期について会員を類型別に区分すると、図表7のようになる。2007年4月から2016年3月までの9年間で、「有価証券関連業」の新規登録業者（変更登録を含む）は79社、自主廃業・合併・登録取消（変更登録を含む）は134社で純減55社となっている。また2016年4月から2022年3月までの6年間では、有価証券関連業の新規登録46社、自主廃業など32社で純増14社となっている。加入・退出の頻度は、徐々に緩やかになっているが、それでも年間5～8社は入れ替わっている計算になる。その結果、どの類型が増減したのか、それが図表7に示されている。

⁴¹ 証券会社決算期間の義務付けが2014年4月以降、撤廃された。もっとも、依然として3月決算が最も多い。ちなみに従来の表記にしたがえば、2015年度は2016年3月期となる。

図表7 類型別にみた社数（左：2007年3月期、中：2015年度、右：2021年度）

	社数		
(大手総合およびホールセール)			
独立系大手	4	2	2
メガバンク系	7	5	3
その他銀行系	3	3	3
外資系	41	35	41
(リテール)			
上場証券	16	16	14
地銀系証券	5	14	27
中小証券	143	83	69
ネット証券	13	11	19
(新業態)			
投資運用関連（日系）	15	22	19
投資運用関連（外資系）	17	21	22
FX	18	19	23
PTS	9	9	9
日系その他	12	9	14
合計（社、億円）	303	249	265

(注) 1) 類型基準は図表6に同じ。

2) 2015年度以降につき日興コーディアル（現SMBC日興）を独立系大手からメガバンク系証券に分類替えした。

3) 2021年度の「ネット証券」には「スマホ証券」9社を含む。

4) ネット証券、FX、PTSには外資系を含む。外資系の合計社数は2015年度63社、2021年度75社である。

5) 2014年4月以降、3月期決算の義務付けが撤廃されている。

(出所) 2015年度は、拙稿『証券会社経営の時系列的分析』付属資料
(日本証券業協会委託調査、2018年)より再引用、一部改変。

2021年度については各社「業務及び財産の状況に関する説明書」より集計の上、算出。

次に、3期の純営業収益の構成比をみたものが図表8である。これによれば、純営業収益全体は市況の変化によって増減しているが、委託・引受・募集手数料はいずれも傾向的に低下して、その合計は41.4%から33.2%、28.3%と低下している。これに対し、「その他手数料」のウェイトは最も高く、直近では37.3%まで上昇している。次いで売買益のウェイトも高い。

図表8 日本証券業協会会員の決算概況

(億円)

	2007 年 3 月期		2015 年度		2021 年度	
会員数	303	構成比	249	構成比	265	構成比
委託手数料	10,425	25.8%	6,900	18.9%	5,793	16.1%
引受手数料	2,153	5.3%	1,768	4.8%	1,818	5.1%
募集手数料	4,169	10.3%	3,459	9.5%	2,551	7.1%
その他手数料	12,821	31.7%	10,829	29.6%	13,402	37.3%
売買損益	8,568	21.2%	10,881	29.7%	8,678	24.1%
純金融収入	2,012	5.0%	2,245	6.1%	3,569	9.9%
金融収入	8,479		6,054		6,204	
金融費用	6,467		3,809		2,635	
純営業収益	40,398	100.0%	36,576	100.0%	35,934	100.0%

(出所) 日本証券業協会『会員の決算概況』より作成。

それでは、「その他手数料」の具体的中身は何であろうか。従来、各社のディスクロージャー誌でも明細は明らかにされてこなかったが、2020 年度以降、それが開示されるようになった。そこで、2020 年度以降について「その他手数料」の細目をみると、図表 9 のようになる。また 2021 年度における類型別の各手数料収入のシェアをみると、図表 10 のようになる。

図表 9 「その他手数料」の内訳 (2020 ~ 2022 年度)

(億円)

	2020 年度		2021 年度		2022 年度	
総額	12,228	100.0%	13,402	100.0%	14,855	100.0%
(内訳) 株式	1,064	8.7%	1,446	10.8%	1,379	9.3%
債券	1,437	11.7%	827	6.2%	1,414	9.5%
受益証券	2,400	19.6%	3,120	23.3%	3,201	21.6%
その他	7,327	59.9%	8,009	59.8%	8,859	59.6%

「その他」の内訳

国際取引に関する日本法人等への収益分配金等	2,916	23.8%	2,689	20.1%	3,061	20.6%
ラップ関係収益	807	6.6%	997	7.4%	1,103	7.4%
M&A 関係収益	927	7.6%	981	7.3%	1,051	7.1%
投資信託の委託者報酬	811	6.6%	1,011	7.5%	987	6.6%
投資一任契約の運用受託報酬	461	3.8%	537	4.0%	522	3.5%
アドバイザー／コンサルティング手数料	292	2.4%	288	2.1%	368	2.5%
保険関係収益	157	1.3%	190	1.4%	276	1.9%
事務手数料	206	1.7%	231	1.7%	246	1.7%

(注) 商品別に分類できない「その他手数料」はさらに「その他」に細分されている。

(出所) 日本証券業協会『会員の決算概況』より作成。

図表 10 受入手数料と純営業収益の類型別シェア（2021 年度）

	委託手数料	引受手数料	募集手数料	その他 手数料	純営業収益
(大手総合およびホールセール)	55.0%	94.2%	71.9%	73.6%	65.9%
独立系大手	30.1%	36.4%	25.8%	20.5%	23.2%
メガバンク系	15.6%	53.5%	44.0%	17.8%	25.3%
その他銀行系	0.0%	0.4%	0.1%	0.5%	0.3%
外資系	9.3%	3.9%	2.0%	34.7%	17.2%
(リテール)	40.3%	5.8%	26.7%	7.1%	21.0%
上場証券	10.0%	3.5%	13.8%	2.8%	6.5%
地銀系証券	2.9%	0.1%	8.4%	0.9%	2.7%
中小証券	8.4%	0.0%	2.4%	0.6%	2.5%
ネット証券	18.9%	2.3%	2.1%	2.9%	9.3%
(新業態)	4.6%	0.0%	1.2%	19.0%	13.0%
投資運用関連（日系）	0.0%	0.0%	0.6%	1.4%	0.6%
投資運用関連（外資系）	0.1%	0.0%	0.3%	15.4%	5.4%
FX	2.4%	0.0%	0.0%	0.5%	2.2%
PTS	1.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%
日系その他	1.0%	0.0%	0.3%	1.5%	4.3%

（出所）各社ディスクロージャー誌（2021 年度）より集計

これをみると外資系の証券会社と投資運用関連でその他手数料の過半を占める。

これに対して日系では独立系、メガバンク系の 5 社で 38.3%を占め、リテール業者も 7.1%を占めている。日系の投資運用関連のシェアは高くないのである。そこで、さらに 2021 年度における業務収益の各項目を日系 190 社と外資系 75 社にわけて、その構成比をみたものが図表 11 になる。

図表 11 各業務収益と構成比（2021 年度）

	日系 190 社		外資系 75 社	
	(億円)	(構成比)	(億円)	(構成比)
委託手数料	5,157	18.7%	613	7.4%
引受手数料	1,747	6.3%	72	0.9%
募集手数料	2,485	9.0%	66	0.8%
その他手数料	6,617	24.0%	6,813	82.5%
トレーディング損益	10,158	36.9%	-1,488	-18.0%
うち（株式）	2,335	8.5%	-1,836	-22.2%
（債券）	4,673	17.0%	502	6.1%
（その他）	3,149	11.4%	-159	-1.9%
金融収支	1,252	4.6%	2,308	27.2%
純営業収益	27,523	100.0%	8,475	100.0%
販売費一般管理費	22,529	81.9%	6,736	79.5%
営業損益	4,994	18.1%	1,739	20.5%

（出所）各社『業務および財産の状況に関する説明書』（ディスクロージャー誌）（2021 年度）より集計。

5.1.1. 投資運用関連会社

【第一種業（有価証券関連業）の変更登録】

まず、外資系投資運用関連会社には、わが国で投信の組成（投信委託業）や年金基金向けの投資顧問業を営む業者が第一種業の変更登録を行って協会に入っている。組成した投信の販売網を自ら保有していないため、販売を依頼する証券会社や金融機関への商品説明その他のサポートを行っており、それは一種の募集行為に該当する可能性が高いため第一種業の登録を行っていると考えられる。

これに対して日系の主な投資運用関連会社は、親会社である銀行や証券会社が販売にあたっており、自ら有価証券関連業の登録を行う必要はないだろう。したがって、第一種業の変更登録を行っている投資運用関連会社は独立系の数社に過ぎない。図表9に計上されている「投信の委託者報酬」や「投資一任契約の運用受託報酬」はほとんどが外資系投資運用関連会社のものであると考えてよいだろう。

【ゲートキーパー】

外資系、日系を問わず、図表10にある投資運用関連会社の中には、海外で組成されたファンドを日本国内で販売している業者も含めている。ヘッジファンドやプライベートエクイティ、プライベートクレジットなど、仕組みが複雑であるうえに流動性がなく、リスクの高いものが多い。

こうした仕組み性の強いファンドは、その内容を精査し、リスク・リターン特性を評価するアドバイザーが買い手、売り手双方にとっても必要である。買い手である機関投資家にとっては自らのリスクアペタイトに合致したファンドを取捨選別するためである。怪しげな者の立ち入りを防ぐものを「ゲートキーパー（門番）」と呼ぶが、まさにこうしたアドバイザーは「ゲートキーパー」と呼ばれる。

他方、売り手にとってもファンドの募集勧誘を行ううえで、ゲートキーパーは利用価値の高い存在である。投資家ニーズや顧客属性を知りうる立場にあるためである。そして顧客紹介は「募集行為」に相当するため、ゲートキーパーは第一種業または第二種業の登録を必要とする。ファンドの売り手は、顧客の探索、紹介、商品説明その他のサポートに対して手数料を支払う。それが「アドバイス・コンサルタント料」などの細目で「その他手数料」に計上されるのではなかろうか。

5.1.2. 外債の媒介

2000年代に入って、わが国は異次元の低金利状態が続き、外債への投資が拡大していった。この結果、諸外国の金融機関が母国の債券を売り込むために、在日拠点を設立するケースも多い。こうした業者は海外の親会社とわが国の機関投資家の間で「媒介」によって売買を執行している。

売買の「媒介」は、約定した場合には売買双方から「媒介手数料」を取得するのが一般的である。その場合には、委託手数料の項目に計上されるだろう。PTSやダークプールはこれを委託手数料として計上しているし、外資系証券会社や大手証券の中にもダークプールを運営している業者がいくつかある。それらも「委託手数料」として経理処理している。

ところが、外資系業者の中には、これを「その他手数料」として処理している業者がかなり多いように見受けられる。その理由の1つは、債券取引が基本的に「仕切り売買」だからである。みずから自己勘定をもって約定させれば、それは売買利益として計上されるはずである。事実、債券の売買利益の大部分は日系業者によって占められているのである（図表11）。

ところが第2に、外資系業者は外債のポジションを自ら持たず、海外親会社等と日本国内の機関投資家との間を仲介している場合が多い。口銭込みの値段で取引が執行され、そのマージンは海外の親会社等に帰属し、それが貢献度に応じた収益分配金として支払われるのである。このため、実質的に媒介（委託）手数料であるものやトレーディング利益が「その他手数料」に振り替わる場合が多いと推量される。

5.1.3. 商品・サービスの多様化

他方、日系の業者も「その他手数料」のシェアは半分近くを占め、純業務収益に占める割合も高くなっている。商品別にみれば「受益証券」に係る「その他手数料」が直近3年間で着実に増大しており（図表9）、その大部分は日系業者によるものである。これについても、「募集手数料」が逆に減少していることから、投信関連収益が募集手数料から代行手数料へと変わってきていることを反映している。

次に「その他」に係る「その他手数料」で多いのは「ラップ関連収益」と「M&A 関連収益」である（図表9）。ラップ関連収益は着実に増えており、2年ほど前から M&A 関連収益を抜いて2番目に多くなっている。また M&A 関連収益についていえば、日本企業に係る M&A は2010年代から拡大傾向にあり、そのアドバイザーには大手証券や外資系投資銀行になる場合が多い。とりわけ最近では、一件当たりの金額が減少傾向にあり、中堅企業の M&A が増えていることをうかがわせる。事業オーナーの高齢化がすすみ、承継者難のなかで中堅企業の M&A は今後も増えると予想される。

同じく図表9にみられるように、また「保険関連収益」の伸びも非常に高い。資産形成層へのコンサルタントサービスや相続関連ニーズの高まりの中で、こうした業務収入も増えて行くと思われる。

5.2. 「会員」多様化の背景

以上、「その他手数料」についてみたが、その拡大の背景には様々な理由が混在している。

第1に、他業態からの参入が容易となったことである。もともと証券業プロパーでない業者が、販売類似行為とみなされる可能性を考慮して（投資運用業者の場合）、あるいは「不招請勧誘の禁止」によってマーケットが縮小した商品先物専門業者が隣接分野である FX 業さらには株式など証券関連の CFD に参入するため、有価証券関連業の登録を行っているケースなどである（本稿では、これらの業者は、収入の多くを「外為証拠金取引」に依存しているため「FX」と類型分けしている）。

これは他業態においてすでにある収益源を協会の収益源として計上したもので、新しく生み出されたものではない。この場合、注意しなければならないのは、日本投資顧問業協会

や日本商品先物取引協会でも「統一経理基準」があり、これと「有価証券統一経理基準」とが、必ずしも整合的ではないことである。例えば商品先物専業者の場合、商品先物の委託取引において、これを「委託手数料」に計上する場合と「その他手数料」に計上する場合と混在しているケースがある。

第2に、外資系業者が本国で組成されたファンドや債券を売り込むために日本に現地法人を設立する事例が増えていることである。外債販売の場合、通常なら委託手数料やトレーディング益として計上されるはずが、ブッキング管理を海外にしているため、「収益分配金（その他手数料）」に振り替わっているケースがあるように思われる。

他方、仕組み性の強い私募ファンドの販売については、ゲートキーパーとしての機能が求められることから、外資系、日系を問わず第二種業の登録業者が第一種業の登録も得て参入している場合がみられるようになった。これもファンド組成業者から受取る手数料を「その他手数料」として計上している。

第3は、証券業プロパーの業者においても、業務・商品の多様化が進んだことである。M&A 関連収益は、今後は国内においても高齢者の事業オーナーの承継問題の深刻化につれて増えてくるだろう。また金融資産の高齢者への集中とそれに伴う相続問題解決へのニーズも、ラップ口座や保険販売など様々な商品・サービスへのニーズを高めていくだろう。これも「その他手数料」の割合を高める背景である。

おわりに

「会員」のみであった協会の種類は、「特別会員」、「特定業務会員」と増えて複数となり、その意味では多様化した。協会の機能としては、「自主規制」、「証券戦略」、「金融・証券教育」の3つの機能がある。ただ、「特別会員」は協会の「自主規制」及び「金融・証券教育」の2つの機能に参画し、「特定業務会員」は協会の「自主規制」の機能にのみ参画しており、権利・義務が制限されている。総会に参加することもなく、理事会の審議には「特別会員」は自主規制及び金融・証券教育に関連する議事に限り参加し、「特定業務会員」は参加することはない。その意味では本協会へのガバナンスや業務運営に及ぼす影響は大きくない。

むしろ影響の大きさからいえば、「会員」自体の多様化の方が重要であろう。会員であることの要件は、第一種業者であり、かつ「有価証券関連業」の登録業者であるというだけである。主業が証券業ではなく投資運用業やFX業（店頭金融先物業）の業者も、筆者の推計では50社を数えることができる。

業務方法の面では、対面営業の業者とは異なるネット証券のシェアが伸びており、そのプレゼンスは大きくなっている。さらに外国証券東京支店は減少傾向にあるが、それは日本国内における現地法人に置き換わっており、外資系証券業者は投資運用関連業も含め、社数、収益シェアともに1/4程度を占めている。

観点を変えて、出資母体をみると、メガバンクや地銀系など「銀証連携ビジネス」を展開している業者は収益シェアを上昇させている。逆に収益シェアは低下傾向にあるが、いまなお中堅・中小証券は社数の上で最大である。

このような「会員」のもつ多様性は、本協会50年の前半25年を占める「免許制」時代と

は真逆の状況である。それは今後も変わらないであろう。

参考文献

- ・『大蔵省証券局年報』各年版（第1～2回は、『理財局証券年報』）
- ・『金融庁の一年』各年版（第1～2回は、『金融監督庁の1年』）
- ・日本証券業協会『統合10年の歩み』、1983年12月
- ・日本証券業協会『証券業報』
- ・日本証券業協会『定款』
- ・資本市場研究会編『証券市場の適正な競争の促進等について 相場操縦的行為禁止規定などの在り方の検討について』財経詳報社、1994年10月
- ・日本証券経済研究所『日本証券史資料』戦後続編第2巻、2019年3月
- ・日本証券経済研究所監修『地方証券史』金融財政事情研究会、2019年8月
- ・日本証券経済研究所監修『準大手・中堅証券史』金融財政事情研究会、2022年6月
- ・協会員各社『業務及び財産の状況に関する説明書』（いわゆるディスクロージャー誌）

3. 投資勧誘、顧客管理に係る規制

専修大学 法科大学院 教授 松岡 啓祐

要旨

投資勧誘、顧客管理に係る規制として、本稿は主に4つの分野の日本証券業協会の自主ルール形成の過程に焦点を当てる。いずれも資本市場の公正性の確保にとってきわめて重要な意義を持つ。第1に、広告規制については、広告等規則とその指針が自主規制の柱になっている。1974年の行政通達を起点とした当初の規則の策定から、インターネット広告等への対応もあり、日証協の自主規制の範囲や手法等が精緻に構築されてきたことがわかる。広告の審査のあり方の変遷も重要になる。第2に、販売勧誘に関する自主ルールにおいては、日証協の発足当初見られた投資者本位の営業姿勢の徹底から、顧客本位の業務運営の原則へと表現を変えながらそうした理念の実質が重視されるようになってきている。投資勧誘規則を柱として行政監督等との関係も反映し、適合性の原則等の考え方の深化も見られる。第3に、内部者取引の未然防止といった自主ルールの領域では、法令や行政監督等の変化の状況を受けて、日証協でも内部者登録カード等が整備されてきた。その後、様々な事件の発生や法制度上の変化等の状況もあり、J-IRISS 及び法人関係情報規則等といった形で自主ルールが順次発展していることがわかる。第4に、顧客資産の分別管理を巡っては分別管理規則（旧分別保管規則）によりその適正な確保を目指し、証券会社の自己資本規制等も含め種々のQ&A や各種の日証協による説明とチェックのためのシステムが充実してきている。

目次

1. はじめに
2. 広告等の規制
 - 2.1. 広告等のルールの意義と1974年の大蔵省証券局長通達等
 - 2.2. 「広告指針」の策定と社内審査制度の導入等
 - 2.3. 広告等規則への改正と景品類の提供ルールの追加等
 - 2.4. アナリスト・レポートの取扱い等
 - 2.5. 広告に関する法規制の導入に関する自主ルールの整備
 - 2.6. アフィリエイト広告への対応等
 - 2.7. プリンシプル懇談会の設置とプリンシプルベースの重視
 - 2.8. プリンシプル懇談会の提言による広告指針の改正等
 - 2.9. 広告等の自主規制の小括
3. 販売勧誘に関する自主ルール
 - 3.1. 行政による通達等と販売勧誘ルールの形成
 - 3.2. 投資勧誘規則の制定と顧客カードの導入等
 - 3.3. 平成当初の証券不祥事への対応等
 - 3.4. 投資信託等の乗換え勧誘時の説明義務等

- 3.5. プリンシプル懇談会の提言による見直し等
- 3.6. 投資勧誘規則に基づくガイドラインの策定等
- 3.7. 高齢顧客の勧誘等への対応
- 3.8. 「顧客本位の業務運営に関する原則」の定立等
- 3.9. 複雑な仕組債等の取扱い
- 3.10. 販売勧誘の自主規制の小括
- 4. 内部者取引の未然防止（内部者登録カード、J-IRISS、法人関係情報規則）
 - 4.1. 内部者取引規制の機運の高まりと内部者登録カードの整備等
 - 4.2. インサイダー取引規制導入後の法改正への対応等
 - 4.3. 内部者取引登録制度の見直しと J-IRISS の稼働開始等
 - 4.4. インサイダー取引の未然防止と法人関係情報規則の制定等
 - 4.5. 公募増資インサイダー取引事件の発生や法人関係情報ルールの見直し等
 - 4.6. 不公正取引に対するコンプライアンスの実質化
 - 4.7. 内部者取引の未然防止に関する自主規制の小括
- 5. 顧客資産の分別管理
 - 5.1. 分別管理ルールを巡るこれまでの経緯等
 - 5.2. 金融危機の発生と分別管理制度の整備等
 - 5.3. 分別管理規則の制定等
 - 5.4. 顧客資産の分別管理 Q&A 等の作成とその経緯
 - 5.5. 分別管理と信頼性向上への取組等
 - 5.6. 分別管理の外部監査に係る実務の進展等
 - 5.7. 顧客資産の分別管理の自主規制の小括
- 6. 結びに代えて

1. はじめに

証券会社による金融商品の広告・販売勧誘等の活動は、顧客の投資判断に及ぼす影響が大きく、それらの活動に関する適正な法制度や自主規制規則等の広義のルールの策定と日々の運用は公正な資本市場の価格形成の確保（金融商品取引法1条の法目的）という観点から真摯に要請される。内部者（インサイダー）取引の未然防止や顧客資産の分別管理といった規制も資本市場への信頼の確保のためにはきわめて重要になる。それゆえに、こうした資本市場のルールの整備や運用等を巡っては、適宜実態に合ったルールを設ける必要がある。適合性の原則・説明義務を巡るルールの深化・発展とともにプリンシプルベース・アプローチも重視される。

そうした投資勧誘等の日本証券業協会（以下、「日証協」とする。）の自主ルールの形成においては、近年各種のワーキング・グループ（WG）等の会議体の設置のほか、パブリックコメントの受付等の施行体制が進んでいる点も興味深い。公正・中立な組織体制の構築やルール形成プロセス等の整備である。外部の有識者等の専門家の関与により公益性ないし公共性も高められ、定期的な自主規制規則等の見直しも行われるようになっている。

とはいえ、ここ数年の高齢顧客の勧誘問題や仕組債の販売勧誘を巡る問題、インサイダー取引事件の発生等に見られるように投資勧誘等に関する公正かつ信頼性の高いルールのあり方に関する課題も多い。顧客本位の業務運営の原則等も現在大きな変動期にある。そうした重要性の大きい自主規制のルール形成のプロセスは日証協のホームページで公開されているものも増えており、本稿も主にそれらの公開情報に依拠して以下のような考察を加えている。そうした自主規制の制定等の背景や趣旨、当時の出来事、議論の経過といった検討過程、対応後の状況等についてできるだけ多角的に考察するなかで、今後の本稿のテーマである分野に関する自主規制の展望にも触れていきたい。なお、4つの項目それぞれについて小括をしたうえで、最後にそれらの総括を述べることにしている。

2. 広告等の規制

2.1. 広告等のルールの意義と 1974 年の大蔵省証券局長通達等

金融商品等の広告等の証券会社による宣伝活動は、顧客の投資判断に及ぼす影響が大きい。また、広告等による有価証券の投資勧誘等の際には、投資者の投資判断を誤らせる表示や、恣意的又は過度に主観的な表示等があると、誤認等のトラブルも生じやすい。そのため、適宜個々の顧客ないし投資者の実態に合ったルールを設ける必要性が大きく、後述する投資勧誘ルールとも密接に関係する。そうした趣旨から日証協は取引の適正化を図る観点を重視しつつ、証券会社等の協会員に向けて広告等に関するルールを導入している。そうしたルールとして、1974 年 11 月に日証協は「広告に関する規則」（以下、「広告規則」とする。）を制定し、その適正化を図っている。

この規則制定の直後に、1974 年 12 月 2 日付けの大蔵省証券局長通達である「投資者本位の営業姿勢の徹底について（蔵証第 2211 号）」が日証協会長宛に示達された。この通達は当時の証券会社の営業姿勢を広く根本的に問い直すことを要請するものであり、後述する販売勧誘の自主規制を含め、日証協のルール形成にきわめて重要な影響を及ぼすことになった。2023 年の金融商品取引法の改正にも本稿の各所で触れるように、そうした問題の連続性がある程度見られる点も興味深い。この通達はまず要請を行う背景として、最近の証券会社の営業姿勢を見ると、収益の向上を急ぐあまり投資者の利益を軽視した過当勧誘、過当競争を行い、その結果、投資者の信頼を失う事例がなお見受けられることは誠に遺憾であるとし、証券会社に従来の営業姿勢について真剣に反省し、投資者本位の営業姿勢を一層徹底する必要があると述べたうえで、顧客との取引の全般的なあり方に関し十分な改善の実施を求めている。

この 1974 年の通達の趣旨を実現するため、当時日証協は自主ルールの抜本的な見直しを目指して証券業務特別委員会を設置し、同委員会は具体的方策について 3 回に渡り検討を行った。特にその第 1 回目の会合では大蔵省証券局業務課長が出席し、通達の背景、通達の内容、当局の考え方等が説明されている。そこでは、通達の内容は、①客観的かつ正確な情報の提供、②顧客のニーズに適合した投資勧誘、③取引開始基準、④信用取引の過度な利用の自粛、⑤引受業務の充実、⑥売買取引の管理、⑦協会の自主規制機能の強化、の 7 つの項目に整理された。検討の結果、同委員会は翌年 2 月 5 日に「証券局長通達の趣旨を実現する

ための具体策要綱」をとりまとめ、理事会決議等の所定の手続を経て各種の規則の制定等が実施されている。

そのうち広告規制との関係では、広告規則（当時の公正慣習規則7号）の改正により、日証協への事前届出義務と日証協による外部審査が導入されるとともに、根拠表示や個別銘柄を紹介する場合の注意規定等が新しく設けられた。そしてそれと同時に、広告審査についての機能の強化を図るために、日証協の総務委員会の下部機関として「広告審査専門委員会」が設置されたことは注目される（後に各社の社内審査制度へ移行）。日証協は1976年7月に「広告に関する留意事項（ガイドライン）」も作成している。こうした広告等に関する日証協の規則等についても策定された後、以下に見るように適宜重要な改正が行われており、改正等の経緯を含めその内容を慎重に検討することは自主ルールの将来を展望するうえで有用であろう。

2.2. 「広告指針」の策定と社内審査制度の導入等

こうした1974年の通達への対応後における広告等の自主規制のあり方については、それ以降も種々の変遷が見られるが、1994年4月には特に大きな変更が行われた。前述した広告規則の改正により、社内審査を行った一部の広告について日証協への事前届出を不要としたものである。日証協による外部審査から社内審査体制の整備への移行である。協会員が広告等を行おうとするときは、広告等の内容について広告審査担当者（協会員が内部管理統括責任者等から任命）が審査するとされた。それとともに、協会員が行う広告等の表示に関し必要な事項は、そうした規則に定める事項のほか、日証協が別に定める「広告に関する指針」に基づいて審査を行わなければならないとされた（後述する現行の「広告等の表示及び景品類の提供に関する規則」では5条、8条等を参照）¹。そこで、広告規則を受けて種々の実務的な留意点等を提示する広告指針の策定とその後の改正状況には重要な意味がある。

ちなみに、日証協への広告の事前届出制については社内審査制度等が導入されたことから廃止されるとともに、「広告に関する留意事項（ガイドライン）」も廃止となり、広告指針に一本化されている。そこで、それ以降は広告指針が実質的に包括的なガイドラインの役割を担い、その時々の問題に応じて種々の改正対応が行われている。協会員における社内審査制度の導入を受け、同規則に基づく指針（その後多くの改正を経ており、現在はそうした一部改正を含め2016年9月版の「広告等に関する指針」（以下、「広告指針」とする。）とされている。）が策定され、現在の広告等に関するルール運用の実質的な中心となっている。

2.3. 広告等規則への改正と景品類の提供ルールの追加等

これらの広告に関する規則等はその後名称や題名等を含め、多くの改正が積み重ねられている。1995年10月18日には規則の名称が当初の「広告に関する規則」から「広告及び景品類の提供に関する規則」（その後複数回の改正を経て、現在は「広告等の表示及び景品類の

¹ 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法【第2巻】業者規制』261頁以下〔澤飯敦＝大越有人〕（金融財政事情研究会、2009年）。

提供に関する規則」(以下、「広告等規則」とする。)に変更された。「景品類の提供」に関するルールが広告等の規制のなかに、明示的に取り込まれており、それまでの広告規則から広告等規則とされ、対象が広がっている。広告等規則は協会員が行う広告等の表示および景品類の提供に関し、その表示、方法及び遵守すべき事項等を定めることにより、広告等の表示及び景品類の提供の適正化を図り、もって投資者の保護に資することを目的とするものであり、同規則は基本原則として協会員は広告等の表示を行うときは投資者保護の精神に則り、取引の信義則を遵守し、品位の保持を図るとともに、的確な情報提供及び明瞭かつ正確に表示を行うよう努めなければならないとし、同様に景品類の提供を行うときには、取引の信義則を遵守し、品位の保持を図るとともに、その適正な提供に努めなければならないとしている(同規則1条、3条)。そうした目的や基本原則を受けて、取引の信義則に反するものや協会員としての品位を損なうものなどは禁止行為として掲げられている(同規則4条)。

また、ここで「景品類の定義」に当たっては、景品表示法(不当景品類及び不当表示防止法)と平仄を合わせつつ、広告指針の付録Ⅰの「景品類の提供に関する留意事項」において顧客を誘引するための手段として取引に付随して行われる景品類の提供について、そうした観点等から具体的なルールのポイントないし適正な各種の行為のあり方を協会員に向けて説明しており、重要な意義を持つ。広告等規則は種々の改正を経て現在に至っており、それとともに同規則を受けて具体的なルールを策定する広告指針の内容が実質的には重要になる。これに関し、顧客等に対する特別の利益の提供等といった行為は禁止されている点にも注意を要する(金融商品取引法38条9号に基づく金融商品取引業者等に関する内閣府令117条1項3号)。そうした特別利益提供の禁止ルールは1965年の証券取引法改正の施行に際し証券会社の健全性の準則等に関する省令(健全性省令)を実質的に引き継いだものであるが、行政処分の事例もあり、実務上センシティブな問題を生じうる²。

さらに、1995年12月には、大蔵省証券局長通達「企業内容等の開示に関する取扱通達について」の改正が行われた。そうした改正を受けて、日証協は1996年2月に広告指針を改正し、有価証券届出書の効力発生後も仮目論見書の広告利用が可能であるとしたほか、マス媒体での債券の利回り比較広告を解禁するなどの対応を行った。なお、インターネット等による社会状況の変化も広告等に少なからず影響を及ぼしているため、2004年2月に日証協は広告等規則を改正し、インターネット、電子メール等といった新たな媒体を利用した広告に対応した記述を加えている。

2.4. アナリスト・レポートの取扱い等

また、日証協は2002年1月に「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」(以下、「アナリスト・レポート規則」とする。)を策定したことから、広告等規則を改正し、アナリスト・レポート規則に定めるアナリスト・レポートに係る取扱いについてはその規則に定めるとこ

² 大越有人＝岩井宏樹「論点解説：金融商品取引法における業規制第21回 特別利益提供の禁止」金融法務事情2208号54頁以下(2023年)はそうした規制の趣旨についてこれまでの経緯等を確認しつつ、行政処分のポイント等を指摘する。

ろによるとして、広告等規則の適用を受けない旨を明記した（現行の広告等規則 9 条）。そして同年 2 月に同規則に関する考え方を示すとともに、2016 年 9 月には「協会員のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン」を策定している。

アナリスト・レポート規則は、アナリスト・レポートの取扱い等に関し、協会員が遵守すべき事項を定めることにより、アナリスト・レポートの作成、配布又は公表に係る業務が適正かつ公正に遂行されることを図り、もって、投資者に対する適正かつ有効な情報提供及びアナリストの資質の向上に資することを目的としている（同規則 1 条）。アナリスト・レポートとは多数の投資者に対する情報提供を目的とした資料で、個別企業の分析、評価等が記載された資料をいい、アナリストとは協会員の役職員であってアナリスト・レポートを執筆する者になる（同規則 2 条参照）。同規則はアナリスト・レポートの作成や公表等に関し社内管理体制の整備・社内審査・情報管理の徹底等を求めるとともに、アナリストの引受部門及び投資銀行部門の業務への関与の禁止等を定めることにより「アナリストの意見の独立性の確保」等を図っている（同規則 3 条以下等）。

2.5. 広告に関する法規制の導入に関する自主ルールの整備

広告を巡るルールの整備については、2006 年に証券取引法の改正で金融商品取引法が成立したことにより、同法において広告規制が金融商品取引業者の行為規制として法制化された点は規制環境の変化として重要性が大きい。すなわち、広告その他の行為には法定事項の表示が求められ、著しく事実と相違する表示や誤認させる表示は禁止された（金融商品取引法 37 条 1 項・2 項等）。金融商品取引法に統合された、従前の金融先物取引法 68 条及び 69 条や投資顧問業法 13 条による広告規制に合わせたものになる³。実質的な情報提供の充実が重視される（金融商品取引業者等に関する内閣府令 72 条柱書等）。

こうして法規定が整備されたことで広告等の自主規制の性格も変化したため、日証協も様々なルール等の整備を行っている。そして日証協は改めて法規制の趣旨を着実に実施するという観点から、「金融商品取引法における広告等規制について」という文書を作成し、Q&A 方式による丁寧な説明も付している。同文書は策定以降、金融商品取引法令の種々の改正等に対応し、2009 年 7 月までには第 4 版が発出されている。

2.6. アフィリエイト広告への対応等

また、2012 年 2 月に金融庁は監督指針を改正し、通貨選択型投資信託の販売管理体制の整備と強化を求める。新しい広告等にも対応するため、日証協は同年 3 月に広告指針を改正し、インターネット取引等に関する広告を含めアフィリエイト広告（ブログの広告等）等についての説明を入れるとともに、付録として「アフィリエイト広告に関する Q&A」により図表を用いながら審査やチェックの留意点等を示している。2013 年 2 月には投資信託の項目において毎月分配型に加え、パブリックコメントの結果を踏まえつつ通貨選択型投資信託

³ 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦『金融商品取引法コンメンタール 2－業規制』237 頁以下〔飯田秀総〕（商事法務、2014 年）。

の販売用資料等の使用に当たっての留意事項を追加している。投資教育及び国民の資産形成の充実といった国家的な施策に関連して、NISA への注目度も徐々に大きくなっている。この点、2013 年 5 月に日証協は、「NISA（少額投資非課税制度）口座開設にあたっての景品類の提供等に関する考え方について」（Q&A）を作成した。

その後も金融商品取引業者等の広告等については社会状況の変化等に応じて、種々の変更が行われていくことが求められる。そのため、2014 年 6 月に日証協は広告指針を改正し、比較広告等といった広告手法に合わせた形の規定を整備している。また、2014 年 6 月には日証協において、「インターネット取引における自主規制のあり方に関する懇談会」が設置され、同年 12 月の同懇談会による中間報告書を受け、2015 年 10 月に日証協は広告指針を改正するといった対応を行った。同じく、2016 年 9 月に広告指針を改正し、日証協は金融商品取引業に関連した景品類の提供に関する留意事項を追加した。

2.7. プリンシプル懇談会の設置とプリンシプルベースの重視

近年では資本市場のルールのあり方として、プリンシプルベース・アプローチが重視されるようになってきている⁴。形式的かつ複雑なルールベースの細則主義ではなく、ルールの趣旨や目的等の観点による実質に重点を置く規制態勢になる。単なる形式的対応に止まらず、状況に応じて工夫等をしたベストプラクティスの追求も求められる⁵。そうした規制トレンドの変化も受けて、2019 年 10 月 15 日に日証協に自主規制会議の下部機関として「プリンシプルベースの視点での自主規制の見直しに関する懇談会」（以下、「プリンシプル懇談会」とする。）が設置された点は、日証協のルール形成の歴史のなかでも特筆すべき画期的な出来事といえる。

プリンシプル懇談会においては様々な自主規制のルールについて、協会のさらなる創意工夫の妨げになっているものはないか、必要以上に外形的・画一的になっているものはないか、一律かつ冗長な事務や顧客対応を求めているものはないかといった側面から、7 回にわたって慎重な検討が行われた。プリンシプル懇談会の設置に際しては、各金融商品取引業者の様々な業態の意見を反映できるような委員構成とされたほか、中立的な視点の必要性から同懇談会の座長は自主規制会議の公益委員から選任し、金融庁にオブザーバーとしての参加も依頼されている。

2.8. プリンシプル懇談会の提言による広告指針の改正等

その結果、この懇談会は 2020 年 9 月 15 日付で報告書を取りまとめ、様々な日証協の規則等の改正等について広く横断的に提言を行い、見直しのイメージを示している。そのうち、プリンシプル懇談会の成果としては、「インターネット取引において留意すべき事項について（ガイドライン）」（以下、「インターネットガイドライン」とする。）の廃止がある。同懇

⁴ 山下友信＝神田秀樹編著『金融商品取引法概説 [第 2 版]』475 頁（有斐閣、2017 年）も参照。

⁵ プリンシプルベースの規制手法が近時のわが国で資本市場のルールとして企業法制等を含め広く活用されるようになっている点については、松岡啓祐『コーポレートガバナンス・コード講義—会社法と金融商品取引法との関連性』8 頁以下（中央経済社、2022 年）を参照。

談会は、インターネットガイドラインはインターネット黎明期である 1999 年にインターネット取引の非対面性や非書面性という特性に鑑み、投資者保護及び取引の公正性を確保する観点から制定されたものであるが、その後のインターネット取引の普及に伴う環境の変化や規制対応によりその役目を終えていると考えられ、同ガイドラインに規定されている留意事項等のうち重要な事項は他の法令諸規則やガイドライン等で規定されるようになってきていること、協会からの同ガイドラインに関する内容の照会もない状況等を踏まえその廃止を提言した。この提言が 2020 年 9 月に「自主規制規則の改善等に関する検討ワーキング・グループ」に報告され、インターネットガイドラインは同年 11 月 11 日付で廃止されている。

また、金融商品の広告等の規制についてもプリンシプル懇談会による提言に基づく対応が行われた。まず、プリンシプルベースに基づく顧客の正しい理解の促進や過不足のない規制の実現等の観点から、ソーシャルメディアや電子メールによる広告等のリスク表示等のあり方の再整備がなされた。次に、1976 年の「広告に関する留意事項（ガイドライン）」では、注目銘柄等について自社のパンフレット、リーフレット等により表示を行う場合には、同時に 5 銘柄以上を列挙することが求められていたが⁶、この点、プリンシプル懇談会において広告指針上の「注目銘柄」等に係る 5 銘柄表示という数値基準は廃止し、プリンシプルベースの観点から留意すべき事項を記載することが提言され、2021 年 7 月に同提言の趣旨に沿って広告指針が改正されている。さらに、セミナーの案内状や案内広告の株式のリスク表示事項の見直し等も行われている。なお、同年 11 月には広告指針の改正により、レバレッジ型・インバース型の ETF 等に対応した措置も講じられた。

2.9. 広告等の自主規制の小括

広告等の自主規制については、日証協の広告等規則と広告指針等が実務上重要な役割を担い、現場に即した具体的な対応を規定し、広告等の活動の適正化を図っている。新たな金融商品の拡大とデジタル化など広告手法の多様化が進展するなか、これらへの適切な対応とともに、古くなった規制についてはスクラップ（見直し）していくことが期待される。そうした観点を含め、法制度の趣旨を反映した広告指針等の策定が求められるものと思われる。

上述したように近年ではプリンシプル懇談会の提言に見られるようにプリンシプルベースの観点からの見直し作業も行われてきている。この点、2023 年 7 月 3 日に公表されている日証協の「当面の主要課題」や「本協会が対応すべき重要施策について—社会課題の解決への取組み—」では、コンプライアンス上の規制についてのスクラップアンドビルドに向けた取組みも挙げられている。そのため、規制を求める本来の趣旨等を踏まえ、改めて柔軟かつ実質的な規制体系の再構築や簡素化も進められていくのではないかとと思われる。

⁶ 1974 年の証券局長から日証協会長宛の通達においては、同年の大蔵省証券局年報 26 頁によれば情報提供の適正化に関し、「たとえば株式を売る場合にも、1 銘柄だけしか提示しないで買うか買わないかの選択を求めるのは妥当ではなく、複数の銘柄を示して顧客に選択の余地を与える必要がある。」との解説がなされていた。

3. 販売勧誘に関する自主ルール

3.1. 行政による通達等と販売勧誘ルールの形成

金融商品等の投資勧誘は、証券会社（第一種金融商品取引業者）と顧客を結ぶ重要な局面になる。社会的な状況に応じて、金融商品取引法の目的である資本市場における公正な価格形成の確保とともに（同法1条）、投資者の自己責任原則の徹底も踏まえた投資勧誘の適正化が求められる。そうした観点から近時では、適合性の原則と説明義務をより一層実質的に進めた投資勧誘ルールの形成を志向する傾向が強まっている。そこで、日証協における投資勧誘ルールの重要性はこれまで以上に大きいものがあり、以下においてはその変遷等とともにそうした問題について考えていくことにする。

そうした投資勧誘ルールの主要な起点として注目されるのは、前述した広告等の自主規制と同様に1974年12月2日付けで大蔵省証券局長が通達した「投資者本位の営業姿勢の徹底について」である。この通達は証券会社が投資勧誘に当たり、投資者の意向、投資経験及び資力等に最も適合した投資が行われるよう十分配慮することや、証券投資に関する知識、経験が不十分な投資者及び資力の乏しい投資者に対する投資勧誘については、より一層慎重を期することを要請しており、現在の金融商品取引法上の適合性の原則（同法40条1号）と関係が深い⁷。ちなみに、適合性の原則は1992年の当時の証券取引法の改正により初めて法定されているが（旧54条1項1号）、これは1991年の証券取引審議会報告「証券監督者国際機構（IOSCO）行為規範原則のわが国への適用について」（同年6月19日）において適合性の原則の法令上の根拠を明確にすることが適当との提言がなされたことによるものであり、その内容は数次の改正を経て条文の位置も変えながら現在に引き継がれている（金融商品取引法40条1号）。

3.2. 投資勧誘規則の制定と顧客カードの導入等

こうした通達の趣旨を実現するための具体策のひとつとして、1975年2月19日に日証協は新たに「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」（以下、「投資勧誘規則」とする。）を制定し、同年3月1日から施行した。この投資勧誘規則はその後多くの改正を経ながら、現在も販売勧誘に関する自主規制ルールの中心になっている。この投資勧誘規則の目的は、協会員が行う有価証券の売買その他の取引等の勧誘、顧客管理等について、その適正化を図ることにある（同規則1条）。また、同規則は現在のところその通則の最初に、「協会員は、その業務の遂行に当たっては、常に投資者の信頼の確保を第一義とし、金商法その他の法令諸規則等を遵守し、投資者本位の事業活動に徹しなければならない」と定めており（同規則3条1項）、投資者本位という考え方が重視されていることがわかる。

投資勧誘規則は顧客カードを用いたシステムを導入するとともに、顧客調査の励行や過当勧誘の防止等に関する社内規則の制定と社内規則等の日証協への届出を義務付けるなどの多

⁷ 神田ほか・前掲（注3）364頁〔志谷匡史〕。適合性の原則については、一定の判例法理が形成されるとともに、角田美穂子『適合性の原則と私法理論の交錯』（商事法務、2014年）等の研究書等も数多く公表されており、資本市場関係者からの注目度は大きくなっていると言われている。

くの項目を含むものであった。顧客カードのシステムとは、協会員に対し、顧客の氏名、住所、職業、投資目的、資産の状況、投資経験の有無等といった事項を記載した顧客カードの整備を義務付けるものである（同規則5条）。顧客カードは金融商品と顧客の適合性を判断する際の重要な基盤になる。

この点、前述した適合性の原則が法定化される以前にその原則の内容は広告等規制のところで見た1974年12月2日付けの行政通達（蔵証2211号）と日証協の投資勧誘規則に定められていたと一般に考えられており、日証協の自主規制ルール的重要性がわかる。そうした大蔵省証券局長通達「投資者本位の営業姿勢の徹底について」では、最初に「1 投資者の意向と実情に即した取引を行うこと」が挙げられ、証券会社に対し、「投資者に対する投資勧誘に際しては、投資者の意向、投資経験および資力等に最も適合した投資が行われるよう十分配慮すること」が求められた。また、日証協の投資勧誘規則は通則として、「協会員は、顧客の投資経験、投資目的、資力等を十分に把握し、顧客の意向と実情に適合した投資勧誘を行うよう努めなければならない」としている（同規則3条2項。1990年改正により規定）。投資勧誘規則等においては行政通達を受けて顧客の投資目的や実情という点を重視しているところが注目されるほか、こうした適合性の原則についてはさらに後述するような種々のガイドラインも具体的に定められ、深化が見られる。1992年4月に日証協は適合性原則に関するQ&Aや会話例、誠実・公正の原則に関するQ&Aや会話例を含む証券営業ガイドラインの策定を行い、当該Q&A等は実務現場に即した内容になっている。ちなみに、法規定においては2006年に証券取引法から金融商品取引法に改正される際、判例（最高裁平成17年7月14日判決民集59巻6号1323頁）や米英の例を参考に顧客の属性の考慮要素として「金融商品取引契約を締結する目的（いわゆる投資目的）」が追加された結果、適合性の原則の考慮要素は顧客の知識、経験、財産の状況を含め4つとされているところである（同法40条1号）。

こういった投資勧誘規則の策定に合わせて、関係する規則について広い範囲で多くの改正が行われており、全体として投資勧誘規則を中心に現在の自主規制ルールの基盤を構成している。その当時のいわゆるバブル経済による株価の高騰等を反映し、証券市場への一般投資者の参加が増えるなか、様々な勧誘トラブルも顕在化してくる。そうした状況の変化を受けて、1989年12月に大蔵省証券局長通達の「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」が示達される。そして同月、日証協も投資勧誘規則において、取引の公正性の確保及び公募株等の公正な販売についての規定を整備することにした。

3.3. 平成当初の証券不祥事への対応等

1989年にはバブル経済が徐々に崩壊し、株価も下落していくという社会的状況のなか、特定顧客への大手証券会社等による損失補填等の問題が徐々に表面化した。そのため、大蔵省証券局長による日証協会長宛の通達「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」（平成元年12月26日蔵証2150号）が発出されたことを受けて、日証協の「証券従業員に関する規則」と投資勧誘規則には、事後的な損失の補償や特別の利益供与を行わ

ないことなどが規定された⁸。しかし、その後も証券会社の損失補填等が明らかになるとともに、そうした問題は証券不祥事として重大な社会問題となったため、証券市場の信頼を回復することが急務と考えられた。

こうした証券不祥事は行政監督のあり方を含め、監督体制を巡るルールが大きく転換する契機となっていく。当時の証券取引法の改正により刑事罰を伴う損失補填の明確な禁止規定が導入され（旧法では50条の2、現在の金融商品取引法39条）、翌1992年には行政機関として公正な市場の番人となる証券取引等監視委員会が活動を開始する⁹。証券業界向けのルールという側面からは、行政機関である証券取引等監視委員会の証券検査ないし証券モニタリングや、その前提となる金融庁の金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針等の重要性が徐々に高まり、現在の規制体系に繋がっている。

1992年3月に日証協は、証券不祥事を契機として示達された大蔵省証券局長通達の「証券会社の社内管理体制の強化等について」（1991年7月31日）及び日証協が設置した有識者懇談会等の提言を受けて、「協会の内部管理責任者等に関する規則」（以下、「内管規則」とする。）と同規則に関する細則を制定している。現在の内管規則によれば同規則は、協会員において金融商品取引法その他の法令諸規則等の遵守状況を管理する業務に従事する役員及び従業員の配置、その資格要件、義務等を定めることにより、協会員の内部管理態勢を強化し、適正な営業活動の遂行に資することを目的としている（同規則1条）。内管規則は協会員に対し、内部管理統括責任者の資格要件とその登録を義務付けるとともに、内部管理統括補助責任者や営業責任者・内部管理責任者の資格要件等を定めている（同規則2条以下）。内部管理責任者自らが法令等違反行為を行った場合などには、日証協が内部管理責任者の配置禁止措置を決定することもありうる（同規則18条）。また、1997年7月にはわが国において複数の証券会社の経営破綻等の金融危機が表面化するなか、総会屋への不正な利益供与問題で大手の証券会社が行政処分を受けた。そのため、日証協は証券業界の社会倫理の向上を図る観点から「証券会社の顧客管理等に関する行為基準」（同年8月8日理事会決議）を策定し、同行為基準はその後、2010年5月に「反社会的勢力との関係遮断に関する規則」に引き継がれている。

3.4. 投資信託等の乗換え勧誘時の説明義務等

投資信託等の乗換えの勧誘の説明義務についても、多くの検討が行われてきた。そうした規制が導入された主な背景ないし経緯は以下ようになる。まず2001年8月に金融庁は「証券市場の構造改革プログラム」において、証券会社の営業姿勢の転換に向けた具体的施策のひとつとして「株式投資信託の乗換えの勧誘行為の改善に向けたルールの導入」を提示し

⁸ 神田ほか・前掲（注3）334頁以下〔石田眞得〕。現在の投資勧誘規則では、会員の顧客に対する保証等の便宜の供与に関する適正な管理義務や特別会員の顧客に対する融資等の便宜の提供の禁止等のルールが定められている（同規則20条・21条等）。

⁹ この経緯を含め現在までの規制状況を振り返りつつ、損失補填等の目的の具体的な判断要素等を検討する近時の文献としては、大越有人＝岩井宏樹「論点解説：金融商品取引法における業規制第22回・第23回 損失補填等の禁止（上）（下）」金融法務事情2210号54頁以下・2212号58頁以下（2023年）がある。

た¹⁰。それに続き、2001年9月に金融庁は「株式投資信託の乗換えの勧誘行為の改善に向けたルール（案）」の概要を公表し（内閣府令の改正を行う旨を含む）、同年12月には「証券会社の行為規制等に関する内閣府令」等の改正により、投資信託受益証券等の乗換えの勧誘時における顧客への説明義務が明確に規定され、現在の金融商品取引法40条2号、金融商品取引業等に関する内閣府令123条1項9号に引き継がれているほか、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針にも具体例が示されている。こうしたルールは本来長期保有を前提とし、その運用対象も多岐にわたる株式投資信託について、十分な説明もないまま乗換えを勧誘することを防止することにより、顧客の安定的かつ効率的な資産形成に資することを目的とするものである¹¹。

この2001年9月の金融庁のルール（案）は内閣府令の改正に加え、日証協に対し、①証券従業員に関する規則の禁止行為に改正内閣府令と同様の規定を追加すること、②本説明義務の詳細な内容についてガイドライン等で周知を図ることを要請していた。そのため、2001年12月に日証協は「証券従業員に関する規則」の一部を改正し、投資信託等の乗換え勧誘の説明を行わないことを役職員の禁止行為としている。さらに、2002年1月に日証協は、「投資信託等の乗換えの勧誘時の説明義務に関するガイドライン」（以下、「投信乗換ガイドライン」とする。）及び「投資信託等の乗換えの勧誘時の説明義務に関するQ&A（投信乗換Q&A）」等を策定した（その後、改訂）。こうしたガイドライン等の趣旨は、「金融商品取引業等に関する内閣府令」123条1項9号及び「協会の従業員に関する規則」7条24号といったルールにおける投資信託受益証券等の乗換えの勧誘行為に係る説明義務について、対象となる「乗換えの勧誘等」の定義を明らかにし、その説明の内容、説明義務の履行に係る社内管理態勢の構築等の考え方を示すことにより、そうしたルールの円滑な実施を図ることにあった。

3.5. プリンシプル懇談会の提言による見直し等

こうしたルール形成について、前述したプリンシプルベースの視点で自主規制の見直しを検討するプリンシプル懇談会の報告書は、投資信託等の乗換えの勧誘ルールに関しても重要な提言を行っている。すなわち、投信乗換ガイドラインにおいて説明やモニタリングの方法を一様に定めているところ、各社の創意工夫が可能となるよう、説明事項や社内記録の内容等の具体的な例示を削除し、顧客の属性のほか投資信託の性質等に応じた説明や自社の業容と勧誘方法を踏まえたモニタリングが行われるよう見直しを行うことが提言されている。このプリンシプル懇談会の提言の内容については、2020年9月に「自主規制規則の改善等に関する検討ワーキング・グループ」が検討を行い、改正案について合意がなされた。その結果、投信乗換ガイドラインの内容を一部改正している。

ちなみに、金融商品の販売ルールに関する法整備としては、2000年に「金融商品等の販

¹⁰ 投資信託の販売勧誘等の事例の検討としては、松岡啓祐「証券会社の担当者による投資信託等の勧誘行為につき、適合性原則違反、説明義務違反の不法行為の成立が認められた事例（大阪高裁平成20年6月3日判決（金融・商事判例1300号45頁）の判例評釈）」金融・商事判例1335号2頁（2010年）等も参照。

¹¹ 神田ほか・前掲（注3）357頁〔志谷匡史〕。

売に関する法律（金融商品販売法）」が制定され（翌年に施行）、同法は販売の際における説明義務を明確に法定し、原告（顧客）の因果関係の立証責任を転換することにより、原告の立証責任の軽減を図っている。2020年の改正により同法については「金融サービスの提供に関する法律」への名称及び内容上の変更が行われ、さらに2023年の改正は「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」として法律名を変更したうえで、金融経済教育推進機構の設立とともに「顧客の最善の利益を勘案しつつ」という文言を条文化し（いわゆる最善利益義務の導入）、横断的な誠実公正義務も規定することで勧誘ルールの内容も実質的に強化した。こうした金融商品の販売に関わるルール形成の動きも活発であり、自主ルールのあり方に少なからず影響を及ぼすことになる。

3.6. 投資勧誘規則に基づくガイドラインの策定等

3.6.1. 金融商品取引法の成立の影響等

2007年には「証券取引法等の一部を改正する法律及び証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律の施行に伴う関係法令の整備等に関する政令」が同年7月31日に閣議決定され、その後投資者保護のための横断的かつ包括的な法規として金融商品取引法が成立した。同法は当初別名を投資サービス法とも言われ、第1条の目的規定で資本市場の基本法としての性質を明らかにしており、わが国の資本市場法制の沿革上重要な意義を持つ¹²。幅広い金融商品・金融サービスの利用者の保護を定めた行政ルールという意味もある。日証協は同年9月の同法の施行に伴い同法上の認可金融商品取引業協会として位置付けられた。

新たな金融商品取引法では、投資顧問業者等を含む横断的な金融商品取引業者の概念を採用するとともに業者の参入規制についても種々の変更を加えており、競争促進の観点等を踏まえ、免許制から登録制に緩和され、実際に新規の参入業者は増えることになった。そして2010年2月には、より横断的で包括的な形で金融商品の投資勧誘等の苦情の解決及び紛争解決サービスを提供する体制を構築し、投資者保護の充実に資するため、証券取引の利用者からの相談、苦情及び紛争解決のあっせん業務を、特定非営利活動法人証券・金融商品あっせん相談センター（以下、「FINMAC」とする。）に委託している。FINMACは金融ADRとして金融商品取引法上の指定紛争解決機関になる（156条の38以下等）¹³。金融商品取引法の成立時の議論においては自主規制の意義等も主要な項目となったことから、2010年6月に日証協においては「自主規制規則のあり方に関する検討懇談会」が中間論点整理を公表している。

¹² 証券取引法の時代を含む金融商品取引法1条の目的規定を巡る議論については、上村達男『会社法は誰のためにあるのか—人間復興の会社法理』173頁以下（岩波書店、2021年）を参照。

¹³ 指定紛争解決機関の意義等を論じたものとしては、松岡啓祐「金融商品取引法上の金融ADRの改正の意義と問題点」専修ロージャーナル6号115頁以下（2011年）や大森泰人＝中沢則夫＝中島康夫＝稲吉大輔＝符川公平『詳説 金融ADR制度』（商事法務、2010年）がある。

3.6.2. 2010 年の金融・資本市場に係る制度整備

こうした新たな金融商品取引法は先物取引等のデリバティブ取引を含む幅広い取引をその規制対象に取り込んだという法制度上の事情があり、それに応じた投資勧誘ルールも求められたのである。店頭デリバティブ取引等は個人顧客等にとっては、一般にハイリスク・ハイリターンであり、投資者保護の必要性が大きくなる。金融商品取引法上は金融商品取引業者等による不招請勧誘の禁止・再勧誘の禁止等が定められている（同法 38 条 4 号以下等）¹⁴。そのため、金融商品取引法が統合した金融先物取引法が不招請勧誘の禁止を定めていたことや、店頭 FX 取引と類似する証券 CFD 取引が個人に広がっていること、2009 年の商品取引所法の改正により一定の取引所デリバティブ取引も不招請勧誘の禁止対象にされる方向にあったこともあり、さらなる規制のあり方が議論の対象になったのである。

この点、そうした投資勧誘等に関する自主規制ルール策定の契機としては、2010 年 9 月 13 日付で金融庁から公表された「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」が大きな転換点になっている。この要請は金融庁がデリバティブ取引に対する不招請勧誘規制のあり方について、2010 年 1 月 21 日に公表した「金融・資本市場に係る制度整備について」を受けて、現状の規制をより一層強化し、投資者保護の充実を図る観点から定められたものである。この文書はリーマンショックによる世界的な金融危機を受けて店頭デリバティブ取引やヘッジ・ファンド等に関し、海外・国内の様々な議論を受けてその販売勧誘ルールを含め、議論を取りまとめている（清算機関制度や大規模な証券会社の連結規制・監督規制の導入等も含む）。この文書は 2009 年 12 月 17 日にその骨子（案）が提示された上で、市場関係者等との 2 回に渡る意見交換会（12 月 24 日及び 25 日。日証協を含む関係者から多くの資料も提示）やウェブサイトを通じた意見募集といった慎重な手続を経て公表された。この意見募集には個人・団体等から一定数の意見が寄せられ、多くの市場関係者の注目を集めたものである。

その結果、2010 年 9 月に出された金融庁の「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」は、個人顧客にとって分かりにくい、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債や投資信託に関し、前述した適合性の原則（金融商品取引法 40 条 1 号）等を具体化する自主規制ルールの策定を要請している¹⁵。そして具体的な自主規制ルールの策定対象としては、商品のリスク特性や顧客の性質に応じて勧誘を行うか否かの基準を設定（勧誘開始基準）、投資者へ販売する商品としての適否を事前検証（合理的根拠適合性）などが挙げられていた。こうした対応が求められた背景には、一部のデリバティブ取引に類するリスク特性をもった複雑な金融商品が、多額の資産を有さず、高度な理解力も持たないと思わ

¹⁴ 黒沼悦郎『金融商品取引法 [第 2 版]』558 頁（有斐閣、2020 年）は、不招請勧誘の禁止はわが国では適合性の原則との関係で論じられているのに対し、諸外国では静謐な生活（プライバシー）の保護の一環と捉えることが多い点を指摘されている。

¹⁵ 適合性の原則の規制は証券会社等による過当な勧誘行為の問題とも繋がりを有する。過当取引（ないし過当売買）の規制ないしアメリカを中心とするルールの形成については、松岡啓祐「アメリカにおける証券の過当売買（churning）（一）～（四・完）」早稲田大学法研論集 63 号 221 頁以下、65 号 227 頁以下、66 号 217 頁以下、67 号 219 頁以下（1992 年～1993 年）等を参照。

れる高齢者に販売された結果として、想定外の大きな損失を被ったなどといった消費者団体等への多数の苦情の存在も指摘されている。

3.6.3. 合理的根拠適合性ガイドライン等の策定等

こうした金融庁の一連の要請等を踏まえ、日証協は2011年2月1日に投資勧誘規則を改正するとともに以下のようなガイドライン等を策定し、協会員に提示している。まず、新たな有価証券等（有価証券・有価証券関連デリバティブ取引等・特定店頭デリバティブ取引等）の販売を行う際における合理的根拠適合性に係るガイドライン（同規則第3条第3項の考え方（合理的根拠適合性ガイドライン））。2011年2月1日制定）がある。このいわゆる合理的根拠適合性ガイドラインは当該有価証券等の特性やリスクを十分に把握し、適合する顧客が想定できないものは販売を禁止するものである。

また、投資勧誘規則に基づき従来の信用取引等の取引開始基準に加え、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債や複雑な投資信託等の販売の際における勧誘開始基準に係るガイドラインも策定されている（同規則第5条の2の考え方（勧誘開始基準ガイドライン））。勧誘開始基準は一定の基準に適合しない場合、特定投資家を除く個人顧客には店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・投資信託・レバレッジ投資信託及び一定の社債券に係る販売の勧誘を禁止するものである（同規則5条の2）。勧誘開始基準は適合性原則の適用に際しての基準を定めるものであるのに対し、合理的根拠適合性は適合性原則の前提となるものと考えられる¹⁶。さらに、有価証券の売買等に関する「重要な事項」の説明に係るガイドライン（同規則第3条第4項の考え方（重要事項説明ガイドライン））も策定された。複雑な仕組債や複雑な投資信託等の販売の契約締結の際における注文喚起文書の交付等に係るガイドライン（同規則第6条の2の考え方（注文喚起文書ガイドライン））も策定されている。

2012年11月には、仕組債・投資信託に係る販売時における各種の説明内容が投資勧誘規則等に取り入れられるなどの修正も行われた。投資勧誘等のルール整備が行われるなかで、さらに投資信託等に関しては顧客への情報提供のあり方は継続的に議論の対象になる。この点、2012年12月に公表された金融庁の「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」の最終報告において、適切な投資判断のための環境を整える観点からトータルリターン把握のための定期的通知制度について提言がなされた。それを受けて、2013年6月に投資勧誘規則の一部が改正されたほか、その後も同規則の内容は適宜見直されている。上記いずれのガイドラインも投資者の公正な投資判断形成に有用であることを主に意図するものである。

3.7. 高齢顧客の勧誘等への対応

3.7.1. 高齢顧客を巡る問題と高齢顧客ガイドライン等の策定

高齢顧客向けの投資勧誘等のルールの重要性についても、高齢化社会の進展等の状況を背景に徐々に脚光が当たるようになる。一般に高齢者は身体的な衰えに加え、記憶力や理解力

¹⁶ 松尾直彦『金融商品取引法〔第7版〕』497頁（商事法務、2023年）。

が低下してくることもあるため、金融商品取引法上の適合性の原則（40条1号）の問題とも密接に関係し、裁判例のなかでも高齢顧客の投資勧誘について適合性の原則や説明義務の違反等の点が重視される傾向にある。そこで、2013年10月には日証協の対応として、高齢顧客に対する有価証券等の勧誘による販売について、投資勧誘規則に新たな規定が導入されることになった（同規則5条の3）。その高齢顧客向けのルールは、協会員は高齢顧客の勧誘販売を行う場合には、当該協会員の業態、規模、顧客分布及び顧客属性並びに社会情勢その他の条件を勘案したうえで、社内規則を定めることを求め、適正な投資勧誘に努めなければならないとしている。証券会社等の義務の規定になり、社内規則には、①高齢顧客の定義、②販売対象となる有価証券等、③説明方法、④受注方法等を規定することが想定されている。

こうした規定を導入する過程では、「投資勧誘のあり方に関するワーキング・グループ」において高齢顧客の定義や勧誘のあり方等を巡り種々の議論が行われた。そうした検討の結果として、日証協は「高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン（「投資勧誘規則第5条の3の考え方」）。2013年12月16日施行。（以下、「高齢顧客ガイドライン」とする。）を策定し、高齢顧客について特別な取扱いが必要な理由を含め、Q&Aや丁寧な図表を用いて説明を記載している。そこでは、75歳以上と80歳以上という2つの年齢の基準を設けたうえで、かなり慎重な勧誘販売のルールを設けている点が重要になる。高齢顧客の勧誘を巡っては、本人や家族からの苦情やあっせんの申立ての事例に加え、訴訟等に至るケースが少なからず発生している実情に合わせ、適合性の原則に基づいて慎重な対応を行うなどの趣旨から、協会員に対し各社の実情に応じた社内規則の制定や特別なモニタリングの実施等を求めている。高齢顧客については、勧誘留意商品の選定、役席者による事前承認、翌日以降の受注、役席者による受注、取引内容の連絡・確認、モニタリングといった一連のチェック作業が慎重に実施される。

3.7.2. 高齢顧客ガイドラインとプリンシプル懇談会の提言等

この高齢顧客ガイドラインについても、前述したプリンシプル懇談会の報告書が重要な提言をした。その提言は高齢顧客の証券投資に係る認知判断能力については定量的な判定方法が確立していないことに鑑み、顧客との会話を通じた定性的な判定方法を維持しつつ、過度に画一的又は形式的になっている内容を改めることが適当とするほか、個別の顧客の状況に合わせた対応をより可能とするため、対象外とする顧客の判定、特別な手続きを経ずに勧誘可能な商品の範囲、約定結果の確認・連絡等の内容を改め、新たにアフターフォローの考え方等も提示されている。

この提言を受けて、日証協では2020年9月に「投資勧誘のあり方に関するワーキング・グループ」にて検討を開始し、2021年3月に高齢顧客ガイドラインの改正案を取りまとめ、2021年3月から4月にかけてパブリックコメントの募集が実施された。このパブリックコメントには意見や質問が一定数寄せられ、それに対して日証協は考え方を示したうえで、同年5月18日に2016年の改正に続き、同ガイドラインを改正している（同年8月1日施行）。高齢顧客向けの投資勧誘の問題は高齢化社会の進展と国民の投資拡大といった政策課題等も背景に注目度の高いデリケートなものになる。この点、前述した2023年7月に公表された

日証協の「当面の主要課題」においては「⑤高齢社会に対応した金融サービスの実現に向けて」として、①高齢顧客に相応しいより丁寧な金融サービスの促進、②認知・判断能力の低下等に備えた資産運用・管理や代理人取引の検討、③世代間の円滑な資産承継、④「高齢顧客ブック」の拡充が挙げられており、示唆に富む。

3.8. 「顧客本位の業務運営に関する原則」の定立等

ここ数年の資本市場法制においては行政当局を中心として、「顧客本位の業務運営に関する原則」（以下、「顧客本位原則」とする。）を巡る動きが活発に見られており、日証協の自主規制ルール形成にも少なからぬ影響を及ぼしている。顧客本位原則の重視トレンドとも言われ、金融庁により「顧客の最善の利益を考えた業務運営」ないし顧客利益ルールが求められた背景には、金融機関が収益至上主義の弊害に陥っているのではないかという懸念の指摘等が挙げられている。そうした観点は日証協の投資勧誘規則等にも広く横断的に多大な影響を及ぼしており、今後も継続してこの分野の法制度にとって重要な意義を持つことが予想される。ちなみに、前述したように日証協の投資勧誘規則にはその通則として投資者本位の事業活動の徹底が示されているところではある（同規則3条1項）。

こうした顧客本位原則に関し、2016年12月には金融審議会による「市場ワーキング・グループ」報告書が公表され、顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）の確立について明言されたことから多くの注目を集めた。そして、2017年3月30日に金融庁は「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表し、その運用状況の監視や見直し作業などが継続的に行われつつ、現在も継続的に重要な意義を持つに至っている。その内容は①顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等、②顧客の最善の利益の追求、③利益相反の適切な管理、④手数料等の明確化、⑤重要な情報の分かりやすい提供、⑥顧客にふさわしいサービスの提供、⑦従業員に対する適切な動機づけの枠組み等になる。同原則はプリンシプルベースを採用し、行政上の指針であるいわゆるソフトローとして重視されている。もっとも、その一部である②等は2023年の金融サービスの提供に関する法律（以下、「金融サービス提供法」とする。）の改正に盛り込まれており、ハードロー化として法令への引き上げが図られることになった。そのため、業者規制としての金融サービス提供法の重要性はかなり大きくなっていると言える¹⁷。金融庁が関与するソフトローの形成作業は2014年の日本版スチュワードシップ・コードや2015年のコーポレートガバナンス・コード（東京証券取引所と共同）の策定に連なるものである。

その後、こうした原則のアップデートも図られており、投資勧誘ルールについては重要な進展が見られる。2021年1月15日には金融審議会の「市場ワーキング・グループ報告書—顧客本位の業務運営の進展に向けて—」（2020年8月5日）を踏まえ、顧客本位原則の改訂

¹⁷ 大越有人＝岩井宏樹「論点解説：金融商品取引法における業規制第30回・完 金融商品取引法における業規制の『来し方』、そして『行く末』」金融法務事情2226号54頁以下（2024年）では、2023年の改正を踏まえ、業者ルールとしての金融サービス提供法の今後の活用方法に注目する。日本版金融サービス法の構想といった視点から見ると、金融サービス提供法は業規制等における基本法的な役割を徐々に担っていくこともありえるかもしれず、そうした状況は金融・資本市場法制の転換点のひとつとなりうる。

が行われたのである。そして、2022年12月9日には、金融審議会市場ワーキング・グループに設置された「顧客本位タスクフォース」によって、経済成長の成果の家計への還元を促進し、安定的な資産形成の実現に向けて、利用者の利便向上とその保護のための顧客本位の業務運営や金融経済教育等についての検討結果を取りまとめた中間報告が公表された¹⁸。

これらの一連の改訂は種々の内容を含むものであるが、「重要情報シート」の導入が注目を集めている。「重要情報シート」は金融商品を顧客に提案し、又は顧客がこれを選別する場面に用いられることが想定され、簡潔な情報提供の役割のほか、多様な金融商品の比較を容易にする効果が期待されている。日証協では、各協会員における「重要情報シート」の取扱いについて「『重要情報シート』に関するQ&A」を作成し、協会員に周知した。金融庁のソフトローと日証協の自主規制のコラボレーションの一環ともいいうる。

3.9. 複雑な仕組債等の取扱い

仕組債の販売勧誘に関しては徐々にトラブルが増え、2022年頃には仕組債の問題を重要視する報道等が目立つようになっていく。仕組債とは一般的な債券とは異なる特別な仕組みを持つ債券であり、他社株転換社債（EB債）や株価指数連動債（リンク債）等がある¹⁹。仕組債等については、2020年頃から日証協は数回に渡り協会員への通知で注意喚起を行っている。すなわち、第1に、同年12月には仕組債の販売勧誘に係る説明態勢等の留意事項の周知や同態勢・顧客対応の検証等について、第2に、2022年3月には仕組債に係る重要情報シートの使用・作成の留意点等について、第3に、同年6月には複雑な仕組債の販売勧誘の留意事項を取りまとめ、それぞれ注意喚起をした。

ところが、前述した顧客本位原則の検討とともに仕組債等の具体的な販売状況が特にクローズアップされることになり、そうした注意喚起を超えた対応が必要であるとの認識が強まっていった。そこで、①販売状況の変化として仕組債の販売が広がったこと、②FINMACに寄せられる仕組債を巡る苦情相談の増加の状況、③金融庁の問題提起等、④仕組債の販売のあり方を問題視するマスコミの報道等を踏まえ、日証協は①投資勧誘規則、②合理的根拠適合性ガイドライン、③勧誘開始基準ガイドライン、④重要事項説明ガイドライン及び⑤広告指針を広く横断的に改正した²⁰。

¹⁸ それらの改正の内容を検討するものとしては、齋藤崇＝伊藤翼「顧客の最善の利益を勘案した業務運営—金融審議会市場制度WG顧客本位タスクフォース中間報告・金商法等改正法案を踏まえて（上）（下）」銀行法務21の899号4頁以下、900号17頁以下（2023年）がある。

¹⁹ そうした金融商品を巡る裁判例の解説としては、川島いづみ「EB債と説明義務」神田秀樹・神作裕之編『金融商品取引法判例百選（別冊ジュリスト214号）』54頁以下（有斐閣、2013年）も参照。

²⁰ 仕組債等の販売勧誘等の事例の検討としては、松岡啓祐「仕組債の勧誘行為につき適合性原則違反に基づく不法行為の成立が認められた事例（東京地裁平成28年3月14日判決（金融・商事判例1493号50頁）の判例評釈）」金融・商事判例1544号2頁（2018年）等がある。また、こうした日証協のガイドライン等の改正の内容を検討するものには、本行克哉「日証協の投資勧誘規則等の改正とこれからの仕組債販売における適切な業務運営（上）（下）」銀行法務21の898号12頁以下、899号24頁以下（2023年）がある。

3.10. 販売勧誘の自主規制の小括

金融商品の販売勧誘に関する日証協の自主ルールについてこれまでの流れを概観し、検討を加えてきた。そして近時ではそうしたルールに関連し、法制度の変更を含め活発な動きがあり、その影響は慎重に考える必要がある。そのため、2021年5月12日に金融庁は「『重要情報シート』を作成・活用する際の手引き」を策定し、公表した。それを受けて、2022年1月に日証協は「重要情報シートに関するQ&A」を取りまとめている。法制度への影響の起点としては、2022年12月9日に金融審議会市場制度ワーキング・グループ「顧客本位タスクフォース」が取りまとめを行った、中間報告の公表の内容が重要になる。同報告を踏まえた、2023年の「金融サービスの提供に関する法律」から「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」への改正では、前述した金融庁の顧客本位原則の一部が法定化され、金融サービスを提供する事業者等に対して横断的に、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に業務を遂行する義務が課されている（同法2条の顧客等に対する誠実義務。いわゆる顧客の最善の利益ルール）。

2023年に公布された改正金融商品取引法では、前にも触れたように顧客に対する適正な情報の提供義務や顧客属性に応じた説明義務について、法律として明確に規定される方向性が示されている（同法37条の3等）。同改正によれば、これまで内閣府令等の規定であったいわゆる実質的説明義務が法制度になり、規制レベルがより一層強化されることになる。こうした法改正は顧客の最善の利益を考えた金融機関としての販売姿勢を明示的に規定するものであり、法定化することにより行政処分の対象になる可能性があることを意味する。実際に、説明義務違反や適合性の原則違反の類型は従来から投資勧誘訴訟においては多くの事例が見られる分野であるものの、行政処分が行われることは少なかったが、2023年には銀行の証券子会社による前述した複雑な仕組債の投資勧誘に関し適合性の原則違反の2例目の行政処分の事例が現れたことは最善の利益ルール等の法定化の動きと平仄を合わせたものと考えられる。こうした適合性の原則違反等を含む顧客の利益を重視した行政及び自主規制等の様々な方策は、前述した「投資者本位の営業姿勢の徹底について」の通達を実質化ないし進化させるものともいうことができる。

また、日証協は前述した2023年7月に公表された「当面の主要課題」において、「協会員のコンプライアンス体制整備の支援」として協会員の業務実態を踏まえたコンプライアンス上の問題についての相談窓口を設けるなど、協会員のコンプライアンス体制の整備に対する支援を行うとしている。それとともに、協会員が相談しやすい環境を整えることを新たな事業年度の重要施策のなかでも明らかにした。

4. 内部者取引の未然防止（内部者登録カード、J-IRISS、法人関係情報規則）

4.1. 内部者取引規制の機運の高まりと内部者登録カードの整備等

内部者取引ないしインサイダー取引の規制は資本市場の公正な機能と投資者の信頼の確保のため、市場法制の重要なテーマであり続けている。そうした内部者取引の防止を含む規制に関しては、法制度上の動きにも合わせ、日証協の自主規制も各種の重要な取り組みを行っている。当初わが国で具体的なインサイダー取引規制が導入された背景としては、1986

年にアメリカで著名なボウスキー事件が発生し、イギリスでインサイダー取引規制が強化され、国際的に規制の機運が強まったことが挙げられる。わが国では1987年9月に著名なタテホ化学工業のインサイダー取引事件が社会問題化したことが後述する罰則を伴う法規制導入の直接的な契機になる²¹。

その後1988年2月24日には証券取引審議会が「内部者取引の規制の在り方について」を取りまとめたことを受け、1988年5月に当時の証券取引法の改正によりインサイダー取引規制が新設され、数次の改正を経ながらその内容は現在の金融商品取引法に基本的に継承されている（同法166条の会社関係者等の禁止行為等）²²。そうした流れを受けて、日証協は1988年6月1日に前の項目で述べた投資勧誘規則に内部者取引の未然防止に関する規定を新設すると同時に、内部者登録カードの整備等を規定した。また、内部者取引管理体制の規則を制定し、社内規程モデルの作成等により内部者取引の未然防止体制の拡充・強化を図ることとした。1988年9月になると、大蔵省証券局長通達の「内部者取引の未然防止について」が示達され、行政からの後押しも行われる。なお、1989年2月に日証協は「内部者取引政省令に関する説明会」を開催しており、関係者に内部者取引の未然防止の重要性の周知を図っている。

4.2. インサイダー取引規制導入後の法改正への対応等

インサイダー取引規制についてはそれ以降も重要な事件の発生や、同規制に関わる法改正が断続的に続けられており、資本市場の公正を確保するため日証協としてもそうした法改正への対応も求められることになる。規制対象の拡大としては、1992年7月の証券取引法の改正により、インサイダー取引規制の対象に店頭売買有価証券が追加され、日証協は店頭登録会社等に対してインサイダー取引規制について周知を図っている。

1995年3月には行政監督において、大蔵省証券局長通達の「内部者取引規制の周知徹底について」が示達された。その後、証券取引法の内部者取引の規制については、その社会的重要性の認識の広がりを受ける形で、罰則の強化（1997年12月）、規制対象の拡大等（1998年12月）、重要事実の拡大等（2001年6月）、重要事実の公表に係る取引所開示制度の導入（2004年2月）、規制対象にグリーンシート銘柄を追加（2005年4月）等といった重要な改正が相次いで行われていく²³。証券取引法の当初のインサイダー取引の禁止規定は形式的なものであったが、実質的な観点を踏まえた法改正や違反への摘発も増えてくるようになる。

インサイダー取引規制は、2005年に大きな転換期を迎える。前年の法改正により証券取

²¹ 河内隆史編『金融商品取引法の理論・実務・判例』484頁以下〔仮屋広郷〕（勁草書房、2019年）、萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』16頁以下（弘文堂、2011年）を参照。法規制の契機となったこのタテホ化学工業事件は、同社が債券先物取引による財テクで多額の損失を発生させて債務超過に陥ったとの情報が公表される直前に、取引先金融機関と同社の役職員が同社の株式の全部を売却した行為がインサイダー取引に当たるのではないかとして注目を集めたものである。

²² こうした規制が創設された当時の経緯については、横畠裕介『逐条解説 インサイダー取引規制と罰則』121頁（商事法務研究会、1989年）等が詳しい。

²³ そうした規制への当時の各社の実務対応や規制の趣旨を巡る議論、問題点の指摘等については、上村達男『インサイダー取引規制の内規事例』（商事法務研究会、1997年）も参照。

引法の行政上の措置として課徴金制度が導入され、刑事罰に至らない比較的軽微なインサイダー取引等の不公正取引が課徴金事案として積極的に摘発されるようになる²⁴。そのため、インサイダー取引の摘発数もそれ以前と比べ、目に見えて増えて今日に至っている。市場規制のあり方を巡っては2006年3月に金融庁の監督局において「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」が設置され、同年6月に「論点整理」が公表されたこともその後の実務の見直しに繋がっている。

4.3. 内部者取引登録制度の見直しとJ-IRISSの稼働開始等

内部者取引規制を巡る法規制の重要な変化としては、前述のように2007年に法改正の形で金融商品取引法が成立したことが特筆される。同法は従来の証券取引法上のインサイダー取引の規制を引き継いでいるが、資本市場の公正な価格形成機能を正面から目的規定に取り込むなど同法の成立により市場規制の監督の目的ないし趣旨がより明確にされた点が重要である²⁵。そうしたなか、日証協は2007年3月20日に、「協会員における内部者登録制度の見直し」及び「内部者情報センター（仮称）の構築」を柱とする「内部者登録制度の見直しに係る基本方針」を取りまとめている。そこで、同年6月には投資勧誘規則において内部者登録カードの整備が義務化されている（同規則15条）。

このような動きを受けて、2009年5月に「J-IRISS（ジェイ・アイリス）」が稼働を開始した²⁶。J-IRISSはインサイダー取引の防止、市場の信頼性維持・向上のため、証券会社が内部者を把握することを目的とした、上場会社の役員等の情報を登録するデータベースになる。J-IRISSについては、日証協が運営上の事業主体であり、証券会社、上場会社、全国証券取引所、行政当局等を含め幅広い市場関係者が検討し、構築されたシステムとされた。日証協の投資勧誘規則によりその協会員（証券会社等）には、上場会社等の役員等について顧客カードに記載されている顧客の氏名、住所、生年月日、役職名・所属部署等を、年1回以上J-IRISSと照合する義務が課される（同規則15条の2第1項）。日証協の協会員は、J-IRISSの照合の結果を踏まえ、内部者登録カードを整備する必要がある（投資勧誘規則15条の2第2項）。そこで、現在のところ両者は相互補完の関係に立つものと整理されている。

4.4. インサイダー取引の未然防止と法人関係情報規則の制定等

特に証券会社には業務の性質上機密性の高い法人関係情報が集まるため、インサイダー取引規制との関係でそうした情報の取扱いについては厳格な管理態勢の整備が求められることになる。前述した日証協の投資勧誘規則では、協会員は内部者取引の未然防止を図るため、

²⁴ 課徴金制度が設けられた経緯等については、三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償責任－条解 証券取引法』13頁（金融財政事情研究会、2005年）等が参考になる。

²⁵ 現在のインサイダー取引規制の概要と最近の裁判例等については、松岡啓祐『最新金融商品取引法講義〈第6版〉』97頁以下（中央経済社、2021年）がその概要を解説している。

²⁶ 内部者取引管理体制の整備義務等といった日証協の自主規制ないしソフトローが実務上も理論上も重要な役割を果たしてきていることを指摘する見解として、神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦『金融商品取引法コンメンタール4－不公正取引規制・課徴金・罰則』114頁以下、131頁〔神作裕之〕（商事法務、2011年）がある。

役職員がその業務に関して取得した発行会社に係る未公表の情報の管理、顧客管理及び売買管理等に関する社内規則を制定する等、内部者取引に関する管理体制の整備に努めなければならないとしている（同規則 25 条）。この点、法人関係情報の規制がインサイダー取引の未然防止の趣旨により、1988 年に「証券会社の健全性の準則等に関する省令（いわゆる健全性省令）」で導入されており、規制のあり方に関しては様々な議論が積み重ねられてきた²⁷。特に 2008 年 5 月 20 日になると、一部証券会社の元従業員がインサイダー取引で逮捕された事案も発生したことなどを契機として、日証協の内部者取引防止に関する内部管理態勢等検討ワーキングは「内部者取引防止に関する内部管理態勢等のあり方に関する論点整理」を公表した。

この論点整理の目的は協会員が業務上取得する法人関係情報に関し、その情報を利用した不公正取引を防止するため、社内規則の制定その他の必要な措置を定めることにより、協会員における法人関係情報の管理態勢等の整備を図る点にあった。そうした作業を経て、2010 年 4 月 20 日に日証協は「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」（以下、「法人関係情報規則」とする。）を制定している（同年 7 月 1 日施行）。法人関係情報規則は協会員が業務上取得する法人関係情報に関して、その情報を利用した不公正取引を防止するため、社内規則の制定その他の必要な措置を定めることにより、協会員における法人関係情報の管理態勢等の整備を図ることをその目的としている（同規則 1 条）。

法人関係情報規則によれば、協会員は法人関係情報の管理部門を定めなければならない、法人関係情報を取得した際の手続に関する事項等について社内規則の制定を求め、そうした規則に基づく管理態勢の定期的な検査等のモニタリングを行わなければならない（同規則 3 条以下）。こうした法人関係情報規則とともに日証協は社内規程のモデルとして策定した「法人関係情報管理規程」のなかで望ましい規程のあり方を具体的に示している。同規程の別表は法人関係情報の範囲を判断する際の主要な指標として後述するフェア・ディスクロージャー・ルール（いわゆる FD ルール）との関連も含め実務上広く参照されている側面もある²⁸。

4.5. 公募増資インサイダー取引事件の発生や法人関係情報ルールの見直し等

2012 年 3 月から 11 月頃にかけて、公募増資に関連した大手証券会社等によるインサイダー取引事件が複数発覚し、社会問題化した。公募増資インサイダー事件と言われる²⁹。そうした事件は種々の行政処分の対象になり、金融商品取引法の改正により刑事罰等のペナルティ

²⁷ 大越有人＝岩井宏樹「論点解説：金融商品取引法における業規制第 24 回 法人関係情報に係る規制（上）」金融法務事情 2214 号 80 頁以下（2023 年）はそうした状況を整理している。

²⁸ 大越有人＝岩井宏樹「論点解説：金融商品取引法における業規制第 26 回 法人関係情報に係る規制（下）」金融法務事情 2218 号 46 頁以下（2023 年）。

²⁹ 具体的事例を含めた検討としては、松岡啓祐「金融商品取引法 166 条 3 項所定のインサイダー取引を理由とする課徴金納付命令が取り消された事例（東京高裁令和 2 年 6 月 25 日判決（金融・商事判例 1603 号 38 頁）の判例評釈）」判例秘書ジャーナル文献番号 HJ100099・6 頁以下等を参照。

を伴う情報伝達罪や取引推奨罪が新設された（同法 167 条の 2）³⁰。その後、こうした取引推奨罪の摘発例は相次いでおり、不正防止の周知が課題になっている。こうした公募増資インサイダー事件が問題となったことを受けて、2012 年 10 月には日証協としても対応が求められたことから、「インサイダー取引防止及び法人関係情報管理の徹底に向けた対応方針について」をとりまとめている。また、翌年となる 2013 年 4 月には上述した「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」を一部改正し、この規則の運用等に関する事項については「『協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則』に関する考え方」が定めるものとするなどとされ（同規則 8 条）、その「規則の考え方」においては各規定の法人関係情報や管理部門・社内規則の定義等に関し自主規制規則の考え方が丁寧に提示されており、その実質化ないし深化を図るものとして示唆に富むものとなっている。

他方、法人関係情報の管理を巡るルールについては、銀行と証券会社の分離規制等との関係も重要になっている。そこで、金融審議会市場制度ワーキング・グループ「第二次報告—コロナ後を見据えた魅力ある資本市場の構築に向けて」26 頁（2021 年 6 月 18 日）においても銀行と証券会社の分離規制等との関係性等を含め今後改めて重要な問題としてその取扱いが議論の対象になった。日証協としては 2022 年 4 月 22 日に公表された「金融商品取引業等に関する内閣府令」や「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」等の一部改正により、銀証ファイアーウォール規制の見直しが行われるとともに、顧客情報管理の実効性を確保するため、いわゆる「Need to Know 原則」に基づく情報管理の徹底の必要性等が示されたことを踏まえ、上記の「『協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則』に関する考え方」の一部改正が行われている（2022 年 6 月 13 日。同月 22 日施行・適用）。

4.6. 不公正取引に対するコンプライアンスの実質化

インサイダー取引や相場操縦行為等を含む不公正取引については、未然防止体制ないしチェックシステムの充実が求められる。この点に関し、日証協では前述したプリンシプル懇談会の提言を受けて、不公正取引の防止のための売買管理体制の整備の見直しを行っており、重要性が大きい。プリンシプル懇談会の提言は、日証協の「不公正取引の防止のための売買管理体制の整備に関する規則」（2005 年 11 月 21 日）における売買審査に係る抽出基準や審査項目について、個社の実態や顧客属性等に応じた柔軟な運用を可能とすることとしてはどうかというものであった。

この提言を受けて、2020 年 2 月 13 日に「売買管理等に関するワーキング・グループ」（エクイティ分科会下部に設置されたワーキング・グループ）において検討を開始し、日本取引所自主規制法人もこの検討作業に参画している。その際の議論では、「プリンシプルベースに基づく売買審査手法」のあり方が主な対象になり、海外の状況等を踏まえ、わが国でも各社が自社における業務実態・取引顧客の業態等に即してリスクの高い取引を抽出・分析するプリンシプルベースに基づく売買審査方法が確立できることを自主規制上明確化すべきなど

³⁰ 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法【改訂新版】[第 4 巻] 不公正取引規制』253 頁以下〔行澤一人〕（金融財政事情研究会、2022 年）。

の意見が出されている。その結果、2022年1月20日に同ワーキング・グループにて売買管理規則改正案及びガイドライン案の取りまとめが行われ、売買管理規則改正案のパブリックコメント及びガイドライン案の会員証券会社に対してのメンバーズ・コメントを経て、同年4月4日付けで施行された。なお、取引所でも同様のガイドラインが新設されることとされた。

4.7. 内部者取引の未然防止に関する自主規制の小括

インサイダー取引規制を巡る全体的な監督態勢の整備は、以上のように近年急速に進んでいることが理解できる。法律上の規定においては1988年に具体的な直接の禁止規定が新設されて以降、追加的改正が相次いで行われる状況になっている。法規制は行政監督とともに、それを支える実効性の高い自主規制と表裏一体として運用される必要がある。そこで、日証協では同年に内部者登録カードの整備等を実施し、2010年には法人関係情報規則を定めるなどの対応を行っている。また、2009年にJ-IRISSが稼働を開始したことを踏まえ、2020年11月には東京証券取引所の有価証券上場規程により上場会社のJ-IRISSへの登録の努力義務が新設されたこともあり、J-IRISSへの上場会社の登録も進んでいる。2022年6月22日には再度、『「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」に関する考え方』が取りまとめられており、あるべき実務の方向性を示している。

そして、前述した2023年7月に日証協が公表した「当面の主要課題」では「インサイダー取引の未然防止に向けた継続的な対応」として、市場関係機関と連携を図り、インサイダー取引の未然防止に向けた諸施策について継続的に検討及び実施されることが挙げられている。こうした問題意識を受けて、J-IRISSシステムの効率化や見直しに向けた検討も行われつつある。その一方で、インサイダー取引の法規制のあり方という点に関しても、学説上は最近の状況を踏まえその見直しを含む提言も有力に見られるところである³¹。今後の日証協の活動ではそうした様々な社会的な状況の変化等を踏まえ、課題の検証とともにインサイダー取引の未然防止体制の充実が図られていくことがより一層必要になるものと思われる。

5. 顧客資産の分別管理

5.1. 分別管理ルールを巡るこれまでの経緯等

顧客資産の分別管理とは、顧客が証券会社（金融商品取引法上は第一種金融商品取引業者）に預託した金銭や有価証券といった資産について、証券会社自体の資産とは厳格に区分して管理する制度である。分別管理が適正に行われていれば、証券会社が万が一破綻しても顧客から預託されていたすべての資産の返還は円滑に行われうる。分別管理（以前は保管）制度の意義やその監督の仕組み等は古くて新しい問題であり、各国で資本市場の法制度を巡る重要なテーマのひとつとなり続けている。分別管理義務（segregation rule）は証券会社等の

³¹ そういった理論的な状況等については、松岡啓祐「上場企業の合併や増資情報による株式取引につきインサイダー取引の成立が肯定された事例（東京地裁平成25年6月28日判決（判例時報2203号135頁）の判例評釈）」金融・商事判例1460号7頁以下（2015年）、同「金融商品取引法167条1項6号にいう『その者の職務に関し知ったとき』に当たるとされた事例（最高裁令和4年2月25日判決（刑集76巻2号139頁）の判例評釈）」金融・商事判例1662号2頁以下（2023年）の判例の解説でも検討してきている。

行為規制の基礎となる受託者責任（fiduciary duty）の中心的な義務のひとつに挙げる見解もある³²。

証券会社等は顧客の有価証券や金銭等を保管していることが多く、その適正な管理のあり方が常に問題になる。顧客資産の流失や紛失等の事例も時折見られてきた。この点、証券業界においては自主規制として、従来から「有価証券の寄託の受入れ等に関する規則」（1974年11月14日制定）やその細則の策定等を行い、適正なルール形成を図っている。これらの規則は協会が行う顧客からの有価証券の寄託の受入れ、顧客に対する報告、債権・債務の残高の照合に関する処理方法等について定め、協会の顧客管理の適正化を図ることを目的ないし趣旨にしている。

近時は顧客資産の分別管理制度の確保について、行政監督を含め第三者の外部監査等のルール作りも進んできた。証券会社等の自己資本に関する監督上の規制や、帳簿・計算書類等の規制、社内の管理態勢の整備等も同様である。そうした様々な状況を受けて、関連する日証協の規則等は適宜見直しが行われている。

5.2. 金融危機の発生と分別管理制度の整備等

この点に関し、1997年の11月頃にはわが国において金融危機が表面化し、山一証券、三洋証券等の大手を含む金融機関が経営破綻するという歴史的な事態が発生した³³。銀行や保険会社等の破綻も生じ、預金保険の措置等の議論が行われ、一般国民には金融不安が広がった。破綻した証券会社が顧客に資産を返還できない事案も発生し、顧客資産の保全のあり方が特に問題視される。そこで1998年6月にいわゆる金融システム改革法と呼ばれる大規模な改正が成立し、その一環として証券取引法の改正により、顧客資産の分別保管規制や投資者保護基金制度（任意の自主的な基金であった寄託証券補償基金の拡大・承継）が法制度として本格的に導入された³⁴。同年11月には、「証券会社の分別保管に関する命令」も公布されている。そうした法制度の導入に際しては諸外国の状況も適宜参照されつつ、その後もグローバルな観点から望ましい制度のあり方について慎重な検討作業が続けられている³⁵。

³² 松尾・前掲（注16）456頁において神田秀樹教授の見解として紹介されている。そうした見解によれば、受託者責任の中心的な義務には、分別管理義務のほか、注意義務、忠実義務、自己執行義務を含め4つの義務が挙げられており、金融商品取引業者の規制の意義や各規制の位置付けなどを考えるうえで示唆に富む。

³³ 松岡啓祐『証券会社の経営破綻と資本市場法制—投資者保護基金制度を中心に』224頁以下（中央経済社、2013年）等を参照。

³⁴ 投資者保護基金制度の条文等に即した解説としては、神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦『金融商品取引法コンメンタール3－自主規制機関』117頁以下〔小林貴揚、菊地鋼二、黒沼悦郎、酒井信之〕（商事法務、2014年）がある。

³⁵ そうした研究の代表例としては、証券会社等の破綻法制及び投資者保護基金制度に関する研究会『投資者保護基金制度に係る海外現地調査報告（イギリス・フランス・ドイツ・アメリカ）』（日本証券経済研究所のホームページで公開、2019年）がある。同報告書は大部なものになるが、各国の投資者保護基金制度を中心として顧客資産の分別管理義務や証券会社等の破綻処理等について包括的に法制度や実態調査等を詳細に行っており、重要な意義を有する。松岡啓祐「EUの投資会社の経営破綻における投資者補償制度（ICS）について」『公開会社と資本市場の法理（上村達男先生古稀記念論集）』699頁以下（商事法務、2019年）も参照。

1999 年 4 月にはそうした金融システム改革法に基づく改正証券取引法により、証券会社の顧客資産の分別保管義務が本格的に実施され、その後金融商品取引法上の「分別管理義務」に改められて現在に至っている（同法 43 条の 2 以下等）。「保管」から有価証券のペーパーレス化の進展により無体物を含め「管理」に変更された³⁶。これらの法規制においては、外部の信託会社への金銭信託や、定期的に公認会計士・監査法人による管理状況についての外部監査を受けることが重視されている点が分別管理ルールの特徴になる。こうした分別管理の実効性を高めるため、倒産隔離等の信託固有の効力も活用している³⁷。ただ、改正当時にも分別管理の意義や理解については様々な議論が見られ、現在も難解な点が多く、一般にその理解が浸透しているとも言い難い。そのため、以下のような日証協が策定する自主ルールや Q&A が重要な意義を持つ。

5.3. 分別管理規則の制定等

この点、2001 年 11 月 21 日に日証協の理事会では「会員における分別保管の適正な実施の確保のための措置について」が決議された。この理事会決議の目的ないし趣旨は、会員における顧客資産の分別保管の適正な実施を確保し、会員に対する社会的信頼のより一層の向上を図ることにあり、分別保管に関する定期的な外部監査の実施と分別保管の実効性の確保に関する措置を盛り込んでいる。その後 2007 年 9 月 18 日に上記の分別保管に関する理事会決議については、金融商品取引法の成立等を受けて、自主規制規則に改められるとともに、「会員における顧客資産の分別管理の適正な実施に関する規則」とする改正が行われた（同月 30 日に施行）。それ以降この規則は題名を含め数次の改正を重ねており、現在は「顧客資産の分別管理の適正な実施等に関する規則」（以下、「分別管理規則」とする。）となっており、法制度を補完するものとして以下の Q&A とともに実務上重視されている（分別管理に加え、金融商品取引法 43 条の 2 の 2 の規定による区分管理も対象に含む）。

分別管理規則は日証協の会員及び特定業務会員が行う分別管理及び区分管理について、分別監査を受ける場合の基準及び手続並びにその他の事項を定めることにより、会員及び特定業務会員における顧客資産の分別管理及び区分管理の適正な実施を確保することを目的としている（同規則 1 条）。同規則によれば、会員は顧客資産の分別管理の状況について毎年 1 回以上定期的に、法令遵守に関する経営者報告書（以下、「経営者報告書」とする。）を作成し、公認会計士又は監査法人による分別管理の法令遵守に関する保証業務に係る監査（以下、「分別管理監査」とする。）を受けなければならない。（同規則 2 条）。この規定によれば、経営者報告書には分別管理について、法令遵守の責任、有効な内部統制を整備及び運用する責任、監査対象基準日現在における顧客分別金の信託や顧客有価証券の分別管理の責任のほか、分別管理の確認手続の実施等の記載が求められている。また、公認会計士等による分別管理監査が開始されたとき及び分別管理監査の結果に係る報告書（分別管理監査報告書）を受領

³⁶ 神田ほか・前掲（注 3）510 頁〔澤飯敦・池田和世〕。

³⁷ 坂東洋行『信託法とその社会的役割』29 頁以下、82 頁（中央経済社、2023 年）、道垣内弘人『信託法第 2 版（現代民法別巻）』203 頁以下（有斐閣、2022 年）等。

したときは、日証協に「公認会計士等による分別管理監査に関する報告書」を提出する義務も負う。さらに、日証協は一定の場合（会員の自己資本規制比率の悪化等）、「分別管理の実効性の確保に関する措置」（報告の徴求、一定の勧告、特別監査の実施等）を段階的に講じるとされている点も重要である（同規則3条）。日証協の特別監査では緊急性がある場合、会員に対し指示をすることも可能とされる（同条2項・3項）。

5.4. 顧客資産の分別管理 Q&A 等の作成とその経緯

こうした顧客資産の分別管理の具体的な取扱いや外部監査については、様々な実務上の取扱いが問題になる。そこで、2008年3月に日証協は「分別管理の外部監査の考え方に関するQ&A」を作成し、外部監査の対象となる基準日や監査法人との対応等についての説明を示している。こうした流れを受ける形で、日本公認会計士協会も適宜実務指針を整備している。なお、上記の分別管理規則を改正しようとするときは、金融庁及び日本公認会計士協会と協議するものとされるとともに、会員の自己資本規制比率の悪化時における日証協への分別管理状況等の報告義務に関しては金融庁及び投資者保護基金との連携も図られている（同規則5条、3条5項）。

また、1999年3月に遡ると、日証協は1998年の当時の証券取引法の改正による分別保管義務の法定を受けて、分別保管に関する法令諸規則を適正に遵守するため行政当局にも必要な照会をしたうえその本格実施にさきがけて「顧客資産の分別保管 Q&A」を編纂し、会員の役職員や外部監査等を行う監査法人・公認会計士向けにその具体的な内容について詳細な解説を行っている。その後、このQ&Aは法制度等の種々の変更を反映した形で相次いで改訂等が行われていく点は興味深い。2010年には対象有価証券関連店頭デリバティブ取引等に係る分別管理義務が導入されたことと法令改正等を踏まえて名称を含め変更が加えられ、新たに「顧客資産の分別管理 Q&A」として改訂第2版となった。そして直後の2011年には引き続き、公認会計士又は監査法人の監査を受検する際の取扱いを明確化する趣旨から改訂第3版が出され、その際は日本公認会計士協会とも協議が行われた。2020年には証券取引と商品取引を統合する「総合取引所」の創設の動きが顕著になった。そこでそうした動向への対応として、商品関連市場デリバティブ取引に係る証拠金の区分管理等について実務上の留意事項等を追加する必要性が生じたため、金融庁及び日本公認会計士協会とも協議をしたうえで改訂第4版が編纂された。なお、こうした会員向けのQ&Aとは別に、日証協では顧客側の理解を助けるため多くの図解を付けた個人投資家向けのリーフレット「金融商品取引業者等の分別管理 Q&A」（2011年10月版）も作成し、その要点をわかりやすく説明している。

さらに2021年になると、新たに「トークン化有価証券」への対応も求められ（いわゆるDX対応）、電子記録移転有価証券表示権利等に係る法令上の整備が行われたことを受けて、日証協の自主規制の対象となる有価証券のうち、電子記録移転有価証券表示権利等に該当する「トークン化有価証券」の分別管理に係る実務上の留意点等を追加する趣旨から改訂第5版が編纂され、その編纂の過程においてもやはり金融庁及び日本公認会計士協会とも協議が実施された。こうした日証協の努力は貴重なものであると評価でき、以下の箇所にも見られ

るように関係諸機関とも密接なコラボレーションを図りつつ今後もそうした作業が継続的に求められていくことになろう。

5.5. 分別管理と信頼性向上への取組等

顧客資産の分別管理の運用上の不備が実際に顕在化するのには、顧客分別金信託の不正流用事案等が発生した場合である。この点、2010年前後には日本投資者保護基金による補償の発動事案を含む複数の分別管理義務違反の事例が発生し、登録取消しといった行政処分も行われた。そこで、日証協はそうした事案を踏まえるとともに、併せて証券界の信頼性向上を図る観点から、再発防止及び信頼性向上に向けた方策について検討を行うため、行動規範委員会や自主規制会議での対策のとりまとめに続き、2012年11月20日に自主規制会議の下部機関として「信頼性向上のための施策の推進ワーキング・グループ」を設置した。同ワーキング・グループは金融庁との意見交換も含め6回にわたり会合を開催している。その検討の過程における中間論点整理（未公表）は自主規制会議に報告のうえ、会員（証券会社）に通知されるとともに、意見照会（メンバーズ・コメントの募集）を実施し、寄せられたコメントについて検討が行われた。

そして2013年6月に公表されたそのワーキング・グループの報告書によれば、信頼性向上のための具体的な方策として、会員各社のディスクロージャー誌による業務内容の開示促進のほか、会員の倫理コード遵守状況や財務諸表監査・分別管理の外部監査の受検状況等の開示等のあり方と課題等が慎重に議論され、今後の対応や課題等が示されている。同報告書は財務諸表の外部監査や自己資本規制比率の外部監査の懲罰等に関しても望ましいあり方を探っており、顧客資産の分別管理制度は金融商品取引業者等の財務等の状況とリンクして運用することも実質的に重要であることがわかる。ちなみに、2008年にはアメリカではリーマンブラザーズの経営破綻等が世界的な金融危機を招き、2010年に制定されたドッド・フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法（いわゆるドッド・フランク法）は顧客資産の分別管理の仕組みに関する証券会社の監督体制及び破綻処理等を含め、SEC（連邦証券取引委員会）の行政監督や自主規制等の証券市場のルールに重要な変化をもたらし、わが国の法制度にも影響を及ぼしていることがよく知られている³⁸。

5.6. 分別管理の外部監査に係る実務の進展等

こうした分別管理の仕組みの問題に続き、証券会社の外部監査のあり方についてはさらなる検討が要請される。多様なビジネスモデル等を持つ証券会社の増加や顧客資産の流用事案の発生等の状況をも踏まえ、2014年5月20日に日証協においては自主規制会議の付託を受けて、「顧客資産の分別管理に関する外部監査等のあり方検討ワーキング・グループ」が設置され、2001年に導入された分別管理監査制度の見直しが議論の対象になったのである。

³⁸ アメリカ連邦証券法上のSECの意義や組織体制等を検討した論考としては、松岡啓祐「証券市場・公開会社規制と米国SEC（連邦証券取引委員会）の活動状況～組織改革の動向を中心として～」専修ロージャーナル8号31頁以下（2013年）がある。

その目的は当時いわゆる分別管理監査の方法については「法令遵守に関する検証業務（一般的な監査法人等の保証業務）」と「合意された手続業務（日証協の作成したチェックリスト等に基づく監査法人等のチェックとその結果報告）」といった、検証業務と合意手続の2種類の方法が併存的・選択的に認められていたが、その見直しが求められた。

同WGは8回に渡り、外部監査制度の概要を踏まえつつ、日本公認会計士協会の説明も受けたうえで、会員の外部監査（分別管理監査、財務諸表監査）の現状分析のほか、諸外国や他業態の外部監査制度の比較検討に続き、外部監査のあり方に関して寄せられた意見（メンバーズ・コメント）等の検討を行った。その議論の結果として、2015年4月21日に同WGは「顧客資産の分別管理に関する外部監査等のあり方についての議論の取りまとめ」の文書を公表した。そこでは、分別管理監査について証券業務の実態に即した見直しを行ったうえで、①監査制度の改正等の環境変化を踏まえた検討（証券会社の業務の多様化、監査制度の改正等）、②証券会社の規模・業務内容に応じたコスト負担への配慮（小規模な会員の追加的なコストの限定）、③投資者への開示のあり方についての検討（分別管理監査の結果の投資者への適切な開示）、といった3つの観点について留意する必要があるとして、外部監査の方法の統一を柱に関係規則等の改正が提言されている。その議論の際には、会計面からの適切な内部管理態勢の構築に資するため将来的には全ての会員が財務諸表監査を受検するよう取り組むことが望ましいとされたほか、特定の会員に外部監査の受検を勧告する制度の再検討又は日証協が行う監査のさらなる拡充についての検討をすべきではないか、コストの増加は最終的に投資者に転嫁され市場全体の縮減につながるのではないかなどといった様々な意見が提示されたことも付言されており、今後こうした制度を考える際の参考になりうる。

こうした検討を経て、2016年7月19日付で分別管理規則の改正が行われた。そこでは、外部監査方法の統一のほか、前述したような経営者報告書の作成義務や有効な内部統制の整備・運用状況と分別管理の確認手続の実施義務、確認手続についての記録作成義務等が新設され、分別管理監査報告書の公表義務も定められている（同規則2条参照）。こういった日証協による分別管理の実効性を高めるための一連の措置は大きな前進と見ることができるが、議論の経過からは多様な金融商品取引業者等を包摂する自主規制の難しさの一端も窺える。そしてそこで求められる公認会計士等による外部監査については、日本公認会計士協会が業種別委員会の実務指針として「金融商品取引業者における顧客資産の分別管理の法令遵守に関する保証業務に関する実務指針」を公表しており、分別管理監査の柱になっている。日証協も同年9月に「分別管理の外部監査の受検に関するQ&A」を作成し、信頼性の向上に寄与している。

5.7. 顧客資産の分別管理の自主規制の小括

顧客資産の分別管理制度に関する日証協の自主ルールは当初から種々の変遷を辿ってきたことがわかる。現在も分別管理規則を中心として種々の措置が講じられているところである。分別管理は信頼性の高い資本市場のルールとしてきわめて重要性が大きく、市場ルールの制度基盤ということもできる。グローバルな観点からも市場の安全性に寄与する側面を有し、

分別管理制度とともによく二重のセーフティーネットといわれる、一定の場合に分別管理の限界を補完する役割を持つ投資者保護基金制度の関わりも重要になる（例えば、分別管理規則 3 条 5 項は一定の場合に会員に対し、金融庁及び投資者保護基金への報告を求める）。この点、わが国では日本投資者保護基金が金融商品取引業者等の監督システム上様々な活動に関与しており、日証協とも密接に連携している。

近時は裁判例において金融商品取引業者等の顧客資産の分別管理義務を巡る事例が散見されるようになっている³⁹。そこでは分別管理の意義や状況、社内の管理態勢等の義務が実質的に争われており、分別管理義務・責任に関わる法制度の重要性がますますクローズアップされる方向性を示すものとして注目される。公認会計士等による外部監査では、金融商品取引業者の財務状況等と併せて、トータルなチェックシステムの構築が進められることが望ましいであろう。また、金融の分野でもデジタルトランスフォーメーション(DX)やフィンテックの進展等を背景として、帳簿等のデジタル化に合わせたルール運用等の工夫も求められる。そうしたチェックシステムの構築に際しては、行政監督とともにより一層の自主規制ルールの深化も金融業界の健全な発展のためには強く要請されていくものと思われる。

6. 結びに代えて

本稿が取り上げた、①広告、②投資勧誘、③内部者取引の未然防止、④顧客資産の分別管理等に関する日証協のルールは資本市場の法制度の実務を支えるものとして重要な意義がある。その活動の中心に位置付けられているのは、広告等規則・広告指針、投資勧誘規則、内部者登録制度、分別管理規則等といった自主ルールの策定や改正等になり、そこではそれらの目的において広告や投資勧誘等の「適正化を図ること」がほぼ共通して挙げられていることに深い含意が見られうるであろう。そして、日証協もその創設から 50 周年の節目を迎え、そのルール・メイキングのプロセスが徐々に充実されてきている点はきわめて示唆に富む。ルール作りの過程ではワーキング・グループ等の様々な会議体で種々の議論が行われてきたことがわかる。

日証協のルール作りの主な沿革上の転換点としては行政上の要請に加え、わが国の 2006 年の金融商品取引法の成立と様々な金融審議会の報告書等や、2007 年のアメリカの自主規制機関である FINRA の誕生前後の自主規制のあり方に関する世界的な議論の高まりなどが注目される。金融危機や様々な社会的な不祥事等の問題の発生がルール作りの背景とされたこともある。本稿を執筆中の 2023 年度もそうした金融規制ルールの大きな変革期の流れのなかにあり、金融商品取引法及び金融サービス提供法の改正、顧客本位原則、仕組債の問題等がクローズアップされており、関係者には引き続き制度整備の努力が求められている。法制度面としては金融サービス提供法の位置付けが大きくなる。顧客本位原則については、本稿が最初に取り上げた 1974 年の大蔵省証券局長通達である「投資者本位の営業姿勢の徹底について」の原点とも言えるものであり、それが日証協の自主規制規則やガイドライン等の

³⁹ 例えば、東京地裁令和 3 年 9 月 29 日判決（判例時報 2538 号 94 頁）は、証券会社の顧客らが日本投資者保護基金に補償金を請求した事例であるが、分別管理義務違反を否定し、請求を棄却している。

サポートも受けつつ、現在少しずつ形を変えながら深化・発展していることは重要な意義を有する。

そうして多くの自主規制ルールが定められてきたわけであるが、当然定期的にそうしたルールを整理することも求められる。そのため、日証協は2009年9月に自主規制規則等の抜本的な見直しを行うため、自主規制会議の下部機関として「自主規制規則のあり方に関する検討懇談会」を設置している。同懇談会は自主規制の基本原則や自主規制機能の発揮・強化のための具体的方策について議論し、2010年6月29日に中間論点整理の取りまとめを行ったことに続き、2011年1月18日にそれらの提言に対する対応策を具体的な「行動計画」として提示した後、それらの内容は随時実施されてきている⁴⁰。

近時は様々な自主規制ルールはハードロー（法令等）を補完するソフトローと呼ばれることも増えている。実効性のある規制を実現するためには、ハードローとソフトローの適切な組み合わせが求められる。そうしたソフトローの活用といった観点からも、自主規制ルールのルール・メイキングのプロセスがパブリックコメント等の手続面を含め徐々に充実されてきている点は重要性が大きい。パブリックという言葉が示しているように、高度に公的な性質ないし公益性を有しているわけである。今後も日証協にはそうしたルール作りの課題として自主規制ルールを巡る制度的基盤を確固なものとするため、種々の工夫が必要になるものと思われる⁴¹。そこでは各関係機関との間の密接な連携体制の整備と実効性のある運用が肝要になる。現在のところ、他の自主規制機関との間では「金融商品取引業協会連絡協議会」が実施されているほか、証券取引所との間においては「最高自主規制責任者（CRO）連絡協議会」が定期的開催され、自主規制業務に関する情報・意見交換会も行われており、その成果が今後より一層期待される。

さらに、行政当局との円滑な連携のあり方にも工夫を要しよう。これまで見たように日証協のルール作りの契機やプロセス等には行政当局がワーキング・グループのオブザーバー等を含め様々な形で関与していることがわかる。「広義」の自主規制機関として、日本弁護士連合会や日本公認会計士協会、消費者団体との連携も想定されてきている。その一方で、グローバルな経済成長の観点からは、わが国の金融・資本市場の国際的なプレゼンスを一層向上させるために「アジアの国際金融ハブ・国際金融センター」としての地位向上や資産運用立国を目指す政策的な動きが目立つ。近時にはハードローの側から2006年の金融商品取引法成立の際における議論を敷衍し、業者規制の横断的なルールとして日本版金融サービス法

⁴⁰ この検討懇談会は11回に渡り開催されているが、その審議過程ではゲストスピーカーとして、河村賢治（関東学院大学経済学部准教授）「米国証券業の自主規制に関する調査・研究報告書」と村田淑子（京都学園大学法学部教授）「米国の証券業における自主規制と競争法（反トラスト法）との関係」の2件の報告も受けている（2人の肩書は報告時のもの）。

⁴¹ 証券市場と自主規制の問題について比較法的な見地を含めて検討する論稿は多いが、例えば、理論的には梅本剛正『現代の証券市場と規制』95頁以下（商事法務、2005年）が重要である。また、証券市場とも密接に関係する広義の金融市場における商品先物取引等のデリバティブ市場との関係で自主規制のあり方を論じたものとしては、松岡啓祐「米国商品先物取引における自主規制機関による制裁と最近の状況」『商品取引所論体系11』241頁以下（全国商品取引所連合会、2001年）を参照して頂ければ幸いである。

という構想についての理解の必要性を指摘する見解も有力である⁴²。そうした様々な状況を受けて、各国に誇ることのできる金融・資本市場としての公正かつ健全なルール整備の着実な形成が日証協にも日々求められることになり、「自主規制」の意義と役割が問われ続けるなかでわが国の自主規制機関としての日証協の存在感はますます大きくなっていくものと思われる。

参考文献

- ・今川嘉文『投資取引訴訟の理論と実務〔第2版〕』（中央経済社、2014年）
- ・上村達男＝神田秀樹＝犬飼重仁『金融サービス市場法制のグランドデザイン』（東洋経済新報社、2007年）
- ・川村正幸編『金融商品取引法〔第5版〕』（中央経済社、2014年）
- ・河本一郎＝大武泰南＝川口恭弘『新金融商品取引法読本』（有斐閣、2014年）
- ・神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院、2012年）
- ・近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第4版〕』（商事法務、2015年）
- ・鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』（有斐閣、1984年）
- ・田中誠二＝堀口亘『コンメンタール証券取引法〔再全訂〕』（勁草書房、1996年）
- ・龍田節『証券取引法Ⅰ』（悠々社、1994年）
- ・日野正晴『詳解金融商品取引法〔第4版〕』（中央経済社、2016年）
- ・三井秀範＝池田唯一監修・松尾直彦編著『一問一答金融商品取引法〔改訂版〕』（商事法務、2008年）

⁴² 飯田秀聡『金融商品取引法』361頁以下（新世社、2023年）等。

4. 株式の発行・流通市場関係ルール

野村総合研究所 主席研究員 大崎 貞和

要旨

株式発行市場関係の日証協ルールは、1992年の「有価証券の引受けに関する規則」を起点とする。それ以前から証券会社引受部長会の申し合せという形で存在した自主ルールが、自主規制機能の強化を図る証取法改正を契機に、日証協規則へと移行したのである。一方、株式流通市場関係の日証協ルールは、1998年の証取法改正で取引所集中原則が撤廃されたことを契機に整備された。

これらのルールの歩みは、行政当局の強力な指導の下で運用される数値基準を含む画一的なルールから、証券会社の市場のプロフェッショナルとしての見識に信を置きながら、各社の幅広い裁量を認めるルールへ変容していく道りであった。

増資をめぐる規制では、利益配分ルールや配分上限ルール、親引けの禁止といった制約が撤廃あるいは緩和され、引受証券会社の自主的な判断に基づく柔軟な対応が容認された。公開価格の決定方法も入札方式から証券会社の裁量の余地の広いブックビルディング方式へと移行した。取引所外取引の解禁も、上場株式売買注文の執行方法をめぐる証券会社の裁量の範囲を拡大し、顧客利益にかなう最良執行の確保が求められることになった。

目次

1. はじめに
2. 引受規則制定前の株式発行市場関係の自主ルール
 - 2.1. 初期の増資調整
 - 2.2. 時価発行増資の定着と自主ルールによる規制
3. 引受規則の制定
 - 3.1. 自主ルールから日証協規則へ
 - 3.2. 引受規則の概要
4. 引受けをめぐる日証協規則の変遷
 - 4.1. 利益配分ルール
 - 4.2. 配分上限ルールと親引け規制の変遷
 - 4.3. 引受審査等をめぐる制度整備
5. IPO 価格決定プロセスの変遷
 - 5.1. 類似会社比準方式
 - 5.2. 入札方式
 - 5.3. ブックビルディング方式
6. 上場株式の取引所外取引をめぐる制度の展開
 - 6.1. 取引所外取引の解禁と PTS の登場
 - 6.2. 取引所取引原則の撤廃と最良執行義務の導入

6.3. 取引所外取引の拡大と制度見直し

7. おわりに

1. はじめに

本稿では、日本証券業協会（以下、「日証協」）の株式発行・流通市場関係ルールの変遷を振り返る。日証協規則化以前の引受証券会社による自主ルールの時代から今日に至るまでの主要な制度の変遷と、その背景となった社会情勢や市場環境の変化を論じてみたい。

証券業協会（現・金融商品取引業協会）による自主規制は、1948 年の証券取引法（以下、「証取法」、現・金融商品取引法）制定時に、米国の 1934 年証券取引所法の規定にならって制度化された。米国では、証券業協会は、ブローカー・ディーラー（証券会社）による投資勧誘や上場・非上場株式等の店頭取引を管理する自主規制機関として位置づけられた¹。そのため日本においても、証券業協会による株式市場関係の自主規制の範囲は、当初、もっぱら店頭取引（市場）の管理に限られていた²。

しかし、1991 年に明るみに出た一連の証券不祥事を契機とする 1992 年の証取法改正では、証券市場に対する投資家の信頼を確保する観点から、自主規制機能の強化が図られることとなり、株式の発行市場にも証券業協会の自主規制が及ぼされることになったのである。

一方、株式の流通市場については、証取法制定当初から証券業協会の主要な業務の一つとされた店頭取引（市場）の管理を別にすれば、1998 年の「日本版金融ビッグバン」に伴う金融システム改革法（改正証取法）の施行まで、特段の自主規制規則は、設けられていなかった。取引所集中原則が存在し、証券会社による上場株式の取引所外取引が、ほとんど行われなかったからである。

以下、第 2 章では引受規則制定前の株式発行市場をめぐる自主ルールについて述べる。第 3 章では日証協による株式発行市場の自主規制が制度化された背景と制定当初の引受規則の概要について述べ、第 4 章では引受規則の主要な柱となった利益配分ルールや親引け規制の変遷、引受審査等をめぐる制度整備について述べる。第 5 章では新規株式公開（IPO）における価格決定プロセスの変遷について述べ、第 6 章では上場株式の取引所外取引をめぐる制度の展開について述べる。第 7 章は簡単なまとめである。

2. 引受規則制定前の株式発行市場関係の自主ルール

2.1. 初期の増資調整

2.1.1. 増資の量的調整とその背景

第二次世界大戦後、日本の証券取引所が再開され、上場会社による株式市場を通じた資金調達が可能になったのは、1949 年のことである。その後、1950 年代から 60 年代にかけての

¹ 1934 年証券取引所法の制定当初は、上場株式の市場を管理する証券取引所のみ自主規制機関としての位置づけが与えられていたが、取引所市場外での証券取引にも自主規制を及ぼす観点から 1938 年のマロニー法による法改正で、証券業協会が自主規制機関とされた。

² 株式店頭市場やその他の店頭取引の管理については、本書 207 頁以下で論じられる。

上場会社による有償増資のほとんどは、額面発行株主割当ての方法で行われていた³。

株主割当増資では、既存株主以外の投資家への投資勧誘は必要ないので、上場会社は、証券会社の引受機能に頼ることなく増資を実施できる。しかも、当時の日本市場では、戦後の急激なインフレーションの結果、多くの上場会社の株価が、恒常的に額面金額を上回っていた。そのため上場会社は、額面発行株主割当増資を実施する場合、株主による払込みが行われない失権株の発生と失権による資金調達額が目減りを懸念する必要がほとんどなかった。額面金額が時価よりも低い場合、払込みに応じない既存株主は、議決権の希釈化に加えて経済的損害を被るので、事実上払込みを強制されるからである⁴。

このように、額面発行株主割当増資は、発行会社にとって確実な資金調達手段として機能したため、自社の収益力や市場の消化力を考慮しない安易な増資が行われがちであった⁵。そこで、過剰な増資による需給バランスの悪化が、株価下落につながることを防止するといった観点から、大蔵省と日本銀行の肝煎りで、証券取引所、証券会社、市中銀行等で構成される増資等調整懇談会が設けられた。同懇談会の場において、株価の低迷期には増資の繰り延べや抑制を行うという、増資の量的な「調整」が行われたのである。増資調整は、1950年と1954年に実施された後、しばらく休止されたが、いわゆる証券不況時の1962年から再開された。

2.1.2. 量的調整から質的調整へ

増資等調整懇談会による増資調整は、同時期に多くの増資案件が集中することで、一時的な資金不足に陥った投資家が、保有株式の「投げ売り」を迫られ、結果的に株価が下落するといった事態を防ぐために、増資の実施時期を分散させることを狙いとした。ところが1964年9月には、増資の繰り延べからさらに踏み込み、新規増資を停止する方針が打ち出されたのである。1965年2月以降、上場会社による増資は全面的に停止された。

当時の市場では官民一体の「株価対策」が繰り広げられていた。1964年1月には株式需給改善のための中立的機関として日本共同証券が設立され、「ダウ1200円防衛」を掲げて「買い出動」を繰り返した。1965年1月には証券会社の手持ち「過剰株式」を買い上げる目的で日本証券保有組合が設立された。株式の買い支えと増資停止による株式供給の停止とで需給を改善し、株価を回復させることが、いわば国策となっていたのである⁶。

このような時代背景があったとはいえ、たとえ一時的にでも、株式市場の資金調達機能を否定する増資の全面停止に対しては、抵抗も大きかった。1965年10月以降、増資調整の手法は見直され、株価や額面金額に対する配当率、増資後利益率といった数値基準を用いて、「優

³ 鈴木（2017）53頁。

⁴ 既存株主が、株主割当増資の発表後に市場で保有株式を売却することで、追加の払込みを免れることは可能である。

⁵ 有沢監修（1995）157頁。

⁶ 株価が企業業績と経済実態に裏付けられた企業の生み出すキャッシュフローへの期待というファンダメンタルズによって決まるのだとすれば、こうした「需給改善」が合理的な施策であったとは言えない。株価は1968年以降、日本の高度経済成長の波に乗って急速に上昇し、日本共同証券や日本証券保有組合は大きな利益をあげたが、その事実から「株価対策」が成功したと結論づけるのは適切ではない。

良企業」の増資を許容する「質的調整」への移行が図られることになった⁷。その後、1990年代までの自主ルールによる株式発行市場の規制では、この増資の「質的調整」の考え方が主軸となったのである。

2.2. 時価発行増資の定着と自主ルールによる規制

2.2.1. 額面発行から時価発行へ

額面発行株主割当てという増資手法は、既存株主に払込みを強制する側面を有する一方で、株主に時価と額面との差額である「プレミアム」を取得する機会を与えるものだと認識されていた。当時の上場会社の多くは、50円額面に対する「1割配当」として5円を配当するといった、業績にかかわらず額面に対する配当率を固定する配当政策を採用していた。そのため、株主は、額面発行増資に応じて保有株式数を増加させれば、少額の追加投資と引き換えに実質的な増配を享受できると考えたのである。

しかし、上場会社からすれば、額面発行増資では、自社の企業価値・株式価値が、額面金額をはるかに上回ると市場で評価されても、資金調達規模が額面金額によって限定されてしまうことになる。株価が上昇しても資金調達の条件は有利にならず、額面発行株主割増資に頼る株式発行市場では、市場メカニズムが機能しなかったのである⁸。

海外に目を向けると、当時既に米国では、時価発行公募増資が一般的な増資手法となっていた。ドイツにおいても、時価と額面金額の中間で新株を発行する中間発行増資が広く行われていた。それだけに、行政当局も株式市場に市場メカニズムを導入する狙いから、上場会社による時価発行増資を推進しようとした⁹。

当初、時価発行公募増資に対しては、それまで株主が取得してきた増資プレミアムを会社が代わって取得するものであり、株主の権利・利益を害し、証券市場を混乱させるおそれがあるといった批判も強かった¹⁰。しかし、1968年10月から1969年1月にかけて実施された日本楽器製造による600万株の公募時価発行を嚆矢として、多くの上場会社による時価発行公募増資が実施され、1970年代以降、上場会社の増資手法の主流は、株主割当てから公募へと移行することになったのである。

2.2.2. 株式引受部長会の自主ルール

公募増資では、既存株主以外の幅広い投資家に対して新株が配分される。このため、顧客である投資家への投資勧誘を行い、売れ残り（募残）リスクを引受ける引受証券会社の役割が重要になる。増資をめぐる調整の場も、それまでの増資等調整懇談会から株式の元引受け

⁷ 有沢監修（1975）159頁。量的調整を行う増資調整措置は1966年5月に廃止された。

⁸ これは株主割増資に固有の問題というよりは、株価と額面金額が大きく乖離している状況下で額面発行が行われ、かつ一株当たり配当金額が固定的に決定されていたことに起因する問題である。時価により近い価額で、株主割増資が行われれば、投資家からの高い期待が得られない上場会社の増資では、多数の失権が発生し、計画通りの資金調達が行えないという形で、市場メカニズムが機能するのである。

⁹ 有沢監修（1975）174頁。

¹⁰ 有沢監修（1975）215頁。

を行う、いわゆる総合証券会社の引受部長会へと移行した。

1973年2月、株式引受部長会は、時価発行増資を行う発行会社の基準として、配当金が最近2事業年度継続して1株当たり年5円以上であり、税引純利益が直近事業年度において1株当たり年10円程度以上であることを求めるという内容の「時価発行増資に関する申合せ」を公表した。これは、それ以前から引受部長会が行っていた申合せや慣行を自主ルールとして明文化したものである¹¹。

公募増資の代替手段となり得た第三者割当増資についても1973年5月の引受部長会申合せ「第三者割当増資に対する統一見解」で、①第三者割当増資の目的は企業再建や企業提携等を原則とし、買受人の長期保有を前提とする、②実施に当たっては既存株主等への影響を考慮し、発行時期、発行量、発行価額等の決定は慎重に行う、③IPO前の第三者割当ては、直前決算日の2年前以降の日に行い、割当先等の情報を公表する、といった内容の自主ルールが定められた¹²。

これらの自主ルールは、規制内容の精緻化・複雑化を伴いながら1992年の引受規則の制定まで存続したが、決して純然たる「自主」ルールではなかった。あくまで監督当局である大蔵省の意向を踏まえて、経済界の了承も得た上で策定されたものであり、重要な改訂にあたっては、大蔵省主導の下で、上場会社や機関投資家を含む幅広い利害関係者の参加する懇談会や研究会が設けられ、ルールの内容をめぐる議論が行われたのである。大蔵大臣の諮問機関である証券取引審議会の報告書が、自主ルールの存在やその内容に言及することもあった。自主ルールと呼ばれながらも、半ば公的な性質を帯びた規制だったのである。

それにもかかわらず、形式的には、自主ルールはあくまで自主ルールでしかなく、「法規範としての意味を持たないことはいうまでもない」ものだと言われた¹³。こうした自主ルールの曖昧な性格を払拭するためにも、後の日証協規則化が不可欠だったと言えるだろう。

3. 引受規則の制定

3.1. 自主ルールから日証協規則へ

3.1.1. バブル崩壊後の増資規制

日本の上場会社によるエクイティ・ファイナンスは、1987年以降、株高を背景に急増し、1987年から89年までの3年間における国内外における株式や転換社債、新株予約権付社債(WB)の発行による資金調達額は総額55.7兆円に上り、時価発行増資だけでも11.2兆円に達した。1990年以降、いわゆるバブル崩壊による株価の下落が続く中で、こうした大量のエクイティ・ファイナンスが株式の供給過剰をもたらし、株価下落の要因となったとの見方が広がった。

そこで復活したのが、かつての増資等調整懇談会による量的調整を彷彿させる増資規制である。1990年4月以降、大蔵省の指導の下、需給を悪化させるおそれのある時価発行公募

¹¹ 『証券』25巻289号7頁(1973)。

¹² 『別冊商事法務』116号239頁(1990)。

¹³ 利益配分ルール研究会「利益配分ルールの在り方に関する検討報告」(1986年4月)。

増資の引受けを自粛するという引受証券会社の申合せに基づき、IPO 時の並行増資等の例外的なケースを除いて、上場会社による公募増資は全面的に停止された。1991 年 12 月から 92 年 5 月までは、既上場会社の公募増資に加えて、IPO も停止された。

こうした当局主導の需給調整的規制措置は、所期の目的であった株価の回復につながらなかったばかりでなく、新株発行の完全な統制すら達成できなかった。これらの規制措置は、結果的には有償増資に占める第三者割当増資のシェアを上昇させる要因になったと指摘されているのである¹⁴。

3.1.2. 日証協規則への移行

1991 年に明るみに出た特定大口顧客への損失補填、暴力団関係者との不適切な取引、特定銘柄の大量推奨販売など、一連の証券不祥事は、証券会社の日常的な指導・監督と不正の摘発・処分が同じ大蔵省によって行われることを疑問視する「コーチ・審判分離論」を喚起した。同時に、それまでの日証協による自主規制が、十分な機能を発揮していなかったという事実が浮き彫りにされた。

こうした中で、1991 年 9 月に提出された臨時行政改革推進審議会の答申「証券・金融の不正取引の基本的是正策に関する答申」では、健全な資本市場の発展を確保していくためにも証券業協会及び証券取引所による自主規制の定着を図ることが重要であるとの提言がなされた。また、1992 年 1 月の証券取引審議会報告書「証券市場における適正な競争の促進等について」でも、証券市場の規制については市場関係者による自主的な取組みが行われることが望ましく、この観点から自主規制機関の機能強化を図ることが適当であるといった提言がなされた。

これらの提言を受けて 1992 年 5 月に行われた証取法改正では、「コーチ・審判分離論」を具体化するべく、証券取引等監視委員会が新たに設置される一方、証券業協会の法的性質が証取法上の認可法人に改められ、自主規制機関としての位置づけが一層明確にされることになった。

この間、批判の矢面に立たされた大蔵省当局の側からも、比較的早い段階から、それまでの自主ルールの日証協規則化へ向けた地ならしともいえるべき動きがみられた。折から引受部長会による自主ルールの主要な柱の一つであった利益配分ルール（内容については 4.1. で後述）の見直しが求められていたが、1991 年 11 月にその検討に向けて大蔵省証券局が設置を要請した「利益配分ルール懇談会」の事務局機能は、日証協が担ったのである。

同懇談会は、1992 年 3 月に報告書を取りまとめたが、同報告書が提言したルール見直しの内容は、1992 年 3 月 24 日付の日証協理事会決議「引受けに際し協会員が遵守すべき発行会社の利益配分に関する事項について」と当該決議の文言の解釈などを詳細に規定した「取扱い要領」で定められることとなった。株式発行市場に関係する自主ルールの設定主体が、引受部長会から日証協へと移行したのである。

¹⁴ 鈴木（2017）63 頁。

3.2. 引受規則の概要

こうした経緯を経て1992年5月に制定されたのが、日証協の「有価証券の引受けに関する規則（公正慣習規則第14号）」（以下、「引受規則」）である（同年7月1日施行）¹⁵。当初の規則の内容は、概ね、それまでの引受部長会の申合せによる自主ルールを再整理したものだったが、株式の発行市場に関係する日証協規則が設けられたことは、画期的である¹⁶。

制定当初の引受規則は、規制の適用範囲を「時価発行公募増資、時価転換社債又は新株引受権付社債の引受け」に限定し（1条）、全体で13条と付則という簡素な構成であった。その規定の内容は、次の通りであった。

第一に、引受証券会社の自主的な判断と責任のもとに引受けが行われるべきであるという基本的な考え方にに基づき、個別の発行基準を一律かつ詳細に定めることはせず、引受証券会社は市場実勢を尊重して適正に発行条件を決定することとし、自己の取引上の地位を有利ならしめるため著しく不適当と認められる条件で引受けを行うことのないよう留意することとする（2条、現・3条、24条）。

第二に、引受けにあたっては、発行会社が将来にわたり投資家の期待に応えるか否か、資本市場における資金調達としてふさわしいか否かの観点から、①財務状態及び経営成績、②株式等の発行数量及び発行額、③株価等の動向、④過去に発行された株式等の状況、⑤調達する資金の使途、⑥利益配分状況及び利益配分に関する考え方、といった事項を審査する（3条、現・12条、16条～19条）。また、引受証券会社は、引受審査に関する基準を社内規則として定めなければならない（11条、現・6条）。

これらの事項のうち過去に発行された株式等の状況については、株価が前回の時価発行公募増資の発行価格を著しく下回っている場合で、かつ利益が前回の時価発行公募増資時の計画を著しく下回っている場合は、前回の時価発行公募増資から相当の期間を置くよう発行会社に要請するものとする（4条）¹⁷。また、資金使途を確認するとともにその公表を要請するものとし（5条、現・20条）、利益配分については、後述する利益配分ルールの遵守が求められる（6条）¹⁸。

第三に、引受けにあたっては、個人投資家等への広く公平な消化を促進し、公平を旨とした配分を行うよう努めなければならないものとし、後述する配分上限ルールや親引け規制を遵守するものとする（7条）¹⁹。

¹⁵ 2004年11月の改正で規則の名称が「有価証券の引受け等に関する規則」に改められた。また、2007年9月の改正で公正慣習規則から自主規制規則に改められた。

¹⁶ 神田監修（1997）718～719頁は、証取法1条の目的規定と証券業協会の目的に関する規定（1992年改正後証取法67条1項、現・金商法67条1項は、ほぼ同趣旨）との比較から、法は証券業協会が発行市場における証券会社の引受活動に関わることを想定していないと指摘し、引受規則は証券業協会の目的以外の規則だと解されると指摘する。

¹⁷ 2007年5月の改正（同年7月1日施行）で削除された。

¹⁸ 「発行会社がその株主への適切な利益配分を行っているかを確認する等、本協会が別に定める「引受けに際し協会員が遵守すべき発行会社の利益配分に関する事項について」（平成4年3月24日理事会決議）を遵守しなければならない」と規定し、具体的なルールの内容は前述の理事会決議に委ねる形がとられた。4.1. で述べる経緯を経て1996年4月の改正で削除された。

¹⁹ 4.2. で述べる経緯を経て1997年8月（同年9月1日施行）の規則改正で削除された。

第四に、引受けの日証協への事前届出が求められ、日証協による基準の適合状況等の確認が行われる（8条）²⁰。引受けの状況に関する報告も求められる（10条）²¹。

引受規則の付則では、「当分の間」という限定を伴いつつも、時価発行公募増資の引受けの対象となる発行会社について、直前事業年度における1株当たり配当金額5円以上、直前事業年度における1株当たり税引後経常利益10円以上、発行数量は、発行済株式数の15%から転換社債等による潜在株式数を除いた株式数以下とするといった数値基準が定められた。

4. 引受けをめぐる日証協規則の変遷

引受規則は、1992年の施行以降、ほとんど毎年のように改正を受けて今日に至っている。以下では、その内容を逐次的に説明することは避け、株式発行市場に構造的な変化をもたらした、①利益配分ルールの変遷、②配分上限ルールと親引け規制の変遷、③引受審査等をめぐる制度整備、を概観する。なお、引受規則の重要な改正には、IPO時の公開価格決定プロセスに関わる内容も含まれるが、それらについては、第5章で述べる。

4.1. 利益配分ルール

4.1.1. 利益配分ルールとは

利益配分ルールとは、時価発行公募増資を行う上場会社に対して、増資後の増配や一定期間配当性向を一定水準以上に維持することを求めるなど、増資後の配当政策に一定の枠をはめるルールであり、引受部長会による自主ルールの時代から存在した²²。引受証券会社は、利益配分ルールに従わない上場会社による時価発行公募増資の引受けを拒否したので、同ルールは、前述の1株当たり配当金年5円以上かつ1株当たり税引純利益年10円程度以上といった発行会社が満たすべき数値基準とともに、公募増資を実施できる上場会社の範囲を限定する規制として機能した。

既に触れたように、1960年代までの主要な増資手法であった額面発行株主割当増資は、時価と額面の差額であるプレミアムを株主に取得させるものと理解されていた。そうした観点に立てば、額面発行から時価発行へという増資手法の転換は、「増資プレミアム」を取得する主体が、株主から発行会社へと変化することを意味する。そこで株主・投資家側、とりわけ当時最も存在感の大きい機関投資家であった生命保険会社などからは、発行会社が時

²⁰ 4.1.3.2. で述べるように1997年3月（同年4月1日施行）の規則改正で削除された。

²¹ 現・引受規則7条では、引受けを行った場合、社内記録を5年間保存することが義務づけられているが、引受けの状況の報告までは求められていない。

²² 利益配分ルールの原型は、1973年の株式引受部長会申合せに盛り込まれた「増資後の利益配分について、原則として配当性向を基本とした特段の配慮を求めること」という文言である。

価発行増資によって取得したプレミアムを増配や無償交付²³によって株主に還元するよう強く求める声が上がったのである。利益配分ルールは、そうした株主・投資家側の意向を発行会社の配当政策に反映させる役割を担ったものと言える。

4.1.2. 利益配分ルールの変遷

利益配分ルールの内容は、1973年の策定以降、数次にわたって改訂された²⁴。その過程では、増配や無償交付を通じた「プレミアム還元」を増資プレミアムの一定割合について公約することが求められたり、配当水準や増配に関する数値基準が設けられたりするなど、ルールの精緻化が進んだ。1980年以降は、一定水準の配当性向の維持を公約することが利益配分の基本的な方法とされたが、同時にそれまでのプレミアム還元公約との折衷方式も設けられるなど、複雑な仕組みがとられることになった。

しかしながら、株主への利益配分は、発行会社の極めて重要な経営判断である。本来、法令による配当規制等の範囲内で、経営者が株主の利益を図る観点から自主的に決定すべきものであり、画一的なルールによる規制にはなじみにくい。国際的な比較という観点からも、利益配分ルールのようなエクイティ・ファイナンスをめぐる一律のルールは、日本独自の存在であった。発行会社の側から、利益配分ルールの弾力化や簡素化を求める声が強まったのも当然である。

そこで1986年6月の利益配分ルール改訂では、プレミアム還元の考え方を払拭して、ファイナンス後一定期間の配当性向を公約する配当性向主義への一本化が図られることになった。また1990年5月の改訂では、公約の最低基準の廃止や公約期間の短縮が行われるなど、企業の自主性を尊重する観点からのルールの見直しが行われた。それでもルールの廃止にまでは至らず、1992年の日証協規則化に際しても、前述のように、理事会決議という形で、画一的な数値基準を含む利益配分ルールが温存されたのである²⁵。

4.1.3. 公募増資の再開から自由化へ

4.1.3.1. 大蔵省ガイドラインの下での公募増資再開

前述のように、1990年4月以降、上場会社による時価発行公募増資は全面的に停止された。当時は、企業の自主性を尊重する方向での利益配分ルールの改訂が、証券会社間の過剰な引

²³ 1970年代までの商法の規定では、新株発行時の払込金のうち額面超過額は資本準備金に組み入れられた(1981年改正前商法288条の2第1号)。そこで、発行会社が取得した増資プレミアムを株主に還元するために、資本準備金の一部を資本に組み入れ、その額に相当する新株を株主に交付する無償交付が広く行われた。新株の無償交付は、実質的には株式分割と同じだが、1株当たりの配当金額を固定する配当政策がとられていたため、株主は無償交付によって保有株式数が増加すれば実質的な増配効果を楽しむことができるとして歓迎したのである。

²⁴ 詳しくは、日証協「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」報告書(平成25年6月18日)48頁。

²⁵ 理事会決議に定められた利益配分ルールは、時価発行公募増資を行う発行会社に対して上場会社の平均的水準(30%)以上となる配当性向の公約とその公表を求めるというものであった。同時に、配当性向が10%以上の企業の1株当たりの配当金が20%以上増加した期は公約を維持したものとみなすといった技術的な例外規定も盛り込まれていた。

受競争と相まって、結果的に株主の利益を大きく損なう安易なエクイティ・ファイナンスにつながったといった見方も強く、とりわけ市場関係者の間では、一律の規制に対して一定の理解が得られていたように思われる。

公募増資の停止は1994年3月まで続き、1993年12月には、大蔵省のガイドライン「時価発行公募増資の再開について」が策定された。同ガイドラインは、株主の利益を十分に考慮している企業であり、その公募増資が株式市場の活性化につながると期待されるような銘柄について時価発行公募増資が再開されることを期して策定したものとされ、時価発行公募増資を行える上場会社の条件として、ROE（株主資本利益率）が10%以上で2割以上の増配を公約し、潜在株式数の発行済株式数に対する割合が1割未満という画一的な高いハードルを課した。

公募増資の再開に合わせて、1994年1月、引受規則が改正され、公募価格の決定は、必要に応じて投資需要の調査（ブックビルディング）に基づいて行われることになった（現・引受規則25条）。それまでは公募増資時の発行価格のディスカウント率は、発行会社と引受証券会社の意向に基づいて決定されていたのである²⁶。

4.1.3.2. ガイドラインの廃止と自由化

本来、発行会社と引受証券会社の自主的な判断に委ねられるべき時価発行増資の可否に対する一律の基準による規制は、低迷する株価の回復には需給調整が必要だという発想から抜け出せなかった市場関係者からは一定の理解が得られたとしても、各方面からの批判にさらされることとなった。大蔵省のガイドラインで許容された公募増資が、他の資金調達手段へのアクセスも比較的容易な安定的な高収益が見込まれる企業によるものに限られたことも、成長企業の資金調達手段を制約し、投資機会を逃しかねないという懸念を呼び起こした。行政改革を推進する行政改革委員会規制緩和小委員会は、1995年12月に公表した報告書「光り輝く国を目指してー平成七年度規制緩和推進計画の見直しについて」において、ガイドラインによる需給調整を「本来あってはならないことである」と強く批判し、ガイドラインの撤廃を提言した²⁷。

こうした中で大蔵省は、1996年3月、「証券分野の規制緩和について」を発表し、ディスクロージャーの充実による自由な資金調達の実現を掲げ、①時価発行公募増資ガイドラインの撤廃、②公募増資等に係る1株当たり利益・配当基準及び数量基準の撤廃、③利益配分ルール of 撤廃、④時価発行公募増資等における株価審査の撤廃を表明した。それまでの画一的な基準に基づく需給調整的なルールから市場メカニズムと引受証券会社の自主的な判断に依拠する引受実務へと、株式発行市場をめぐる制度を一変させることを明らかにしたのである。

これを受けた日証協による引受規則の改正は、1996年4月に行われ、利益配分ルールの内容を定めた理事会決議も廃止された。同時にそれまで申合せとして運用されてきた引受規

²⁶ 第三者割当増資については、引受部長会自主ルールを引き継ぐ形で1992年4月に日証協が策定した「中間発行増資及び第三者割当増資の取扱いに関する指針」において、取締役会による発行決議前日の株価の90%以上の価格が有利発行にあたらない価格であるという考え方が明らかにされていた。

²⁷ 鈴木（2017）62頁。

則の具体的な取扱いに関する規定の明確化を図るために、「『有価証券の引受け等に関する規則』に関する細則」（以下、「引受細則」）が制定された。

その後、1997年3月の引受規則改正（同年4月1日施行）では、引受けの日証協への事前届出と日証協による基準の適合状況等の確認の制度が廃止された。これにより時価発行公募増資実施の可否や発行株式数等は、投資家の需要動向を判断した引受証券会社と発行会社の自主的な判断に完全に委ねられることになったのである。

4.2. 配分上限ルールと親引け規制の変遷

4.2.1. 利益供与と同視された公募株の配分

1990年代半ばまで、利益配分ルールと並んで、株式発行市場に関係する自主ルールや日証協規則の主要な柱の一つとなったのが、誰が増資新株を取得するのかを規律する投資家への配分ルールである。

時価発行公募増資では、引受証券会社は手残り株を抱えるリスクを最小限にするために顧客の投資に関する知識・経験や投資可能資金の額、投資の意向など、様々な要素を勘案しながら投資勧誘を行って株式を適切に配分する。ところが、時価発行公募増資が市場に定着していった1970年代から80年代にかけては、「ファイナンス銘柄は買い」とか「公募株を入手すれば必ず儲かる」といった見方が幅広く存在した²⁸。このため、公募株式の配分は、ともすれば引受証券会社による特定顧客優遇の手段と受け止められがちだった。こうした見方は、とりわけIPO銘柄について顕著であったが、既上場会社の時価発行公募増資に対しても、同じような見方がなされたのである。

しかも、証券会社による公募株式の配分を利益供与の手段と同視するような見解を根拠の乏しい思い込み過ぎないと、一蹴することはできなかった。そもそも、初期の公募増資では、発行価額が時価に比べてかなり低い水準で設定され、例えば時価発行公募増資の先駆けとして著名な日本楽器製造による増資では、時価の16.5%という大幅なディスカウントが付されていた²⁹。また、1972年には、協同飼料による増資に際して複数の証券会社が買い支えを行ったことが発覚し、証券会社の支店長らが相場操縦罪に問われることとなった³⁰。「公募株を入手すれば必ず儲かる」という見方を裏付けるような一定の事実が存在したことは否定できないのである。

4.2.2. 配分上限ルール

既に触れたように、1991年の証券不祥事を受けて自主規制機能の強化が図られたが、そ

²⁸ 花枝（1989）116頁。

²⁹ 大幅なディスカウントが付された理由の一つは、公募増資の完了に数か月といった長期間を要したためである。しかし、ディスカウント付き時価発行では、発行市場におけるプライス・メカニズムが働かず、引受証券会社に有利な売り手市場が成立し、公募新株が証券会社の販売政策上きわめて有利な商品となるという批判もなされた。神崎（1987）32～33頁。

³⁰ この事態を受けて、1973年3月には引受証券会社が「株価形成に関する自主ルールの申合せ」を行い、公募増資時の株価の監視や法人関係社員の服務規定の整備などに努めることになった。

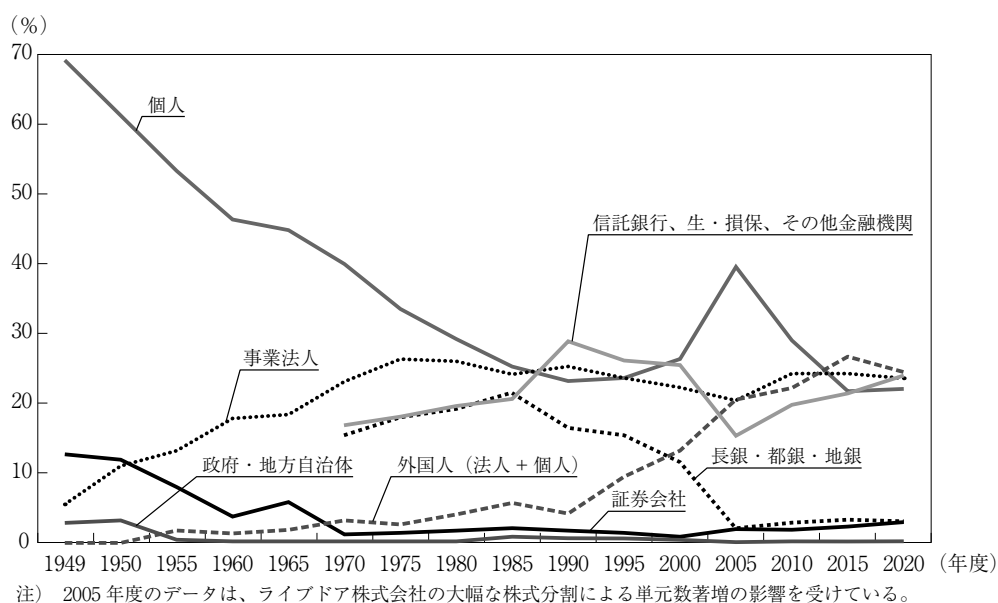
の一環として、時価発行株式等の配分についても、自主規制ルールが設けられることになった。1991年12月の日証協理事会決議「時価発行株式等の引受・募集の取扱い等に係る指針の制定について」である。

同理事会決議の狙いは、「時価発行株式等の広く公平な消化を促進し、不特定多数の投資者に公正を旨として配分するよう努めるものとする」ためとされたが、当時の日証協幹部の説明には、特定の顧客に時価発行株式等を多く配分することが、証券不祥事で問題視された損失補填に該当しかねないという認識が強くにじみ出ている³¹。

同理事会決議に盛り込まれた、配分上限ルールの内容は、原則として、一顧客当たり時価発行株式は1万株、転換社債は額面2,000万円、新株引受権証券は100単位を配分の上限とするというものであった。発行額が100億円以上の大規模な募集や発行条件決定後に募集が困難となるような株価の下落が生じた場合には、上限を引き上げるといった詳細な例外規定を伴ったほか、市場環境の著しい悪化が生じた場合など原則通りの配分が困難な場合には、日証協に特例取扱いの承認を求める制度も設けられていた。

配分上限ルールは、1992年の引受規則制定時に規則化されたが、ここで注目されるのは、理事会決議が、「時価発行株式等の広く公平な消化を促進し、不特定多数の投資者に公正を旨として配分する」としたのに対し、引受規則では、「個人投資家等への広く公平な消化を促進し、公正を旨とした配分を行うよう努めなければならない」と、個人投資家への消化促進が明示的にうたわれたことである。この背景には、終戦直後の財閥解体と証券民主化運動によって市場全体の70%にも達していた個人投資家の株式保有割合が、ほぼ一貫して低下し続けていたことに対する強い問題意識があったものと考えられる（図表1）。

図表1 株式保有割合の推移（1949～2020）



（出所）2022年度株式分布状況調査より作成。

³¹ 『証券業報』平成4年2月増刊8～10頁。

配分上限ルールは、1997年8月の「株券等の引受けに係る顧客への配分について」（その後、「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則」（以下、「配分規則³²⁾」）とされた）制定（同年9月1日施行）まで維持された。同年、大手証券会社による総会屋等への利益供与事件（第二次証券不祥事）が発覚したことで、より実効性の高い配分規制が求められるようになり、配分上限ルールが廃止され、新たなルールが導入されたのである。

配分規則で導入された新たな規制は、各証券会社が配分に関する基本方針や社内規則を定め、その内容を投資家に周知し（現・配分規則9条、10条）、社内規則を遵守して配分を行い、配分に関する記録を保存しつつ（現・配分規則12条）、配分が当該社内規則に基づき適正に行われたか否かについて自社において定期的に検査することを求める（現・配分規則11条）というものである。

それまでの配分上限ルールのような明確な数値を含まない、こうした規制は、より緩やかな規制だと受け止める向きもあるかも知れない。しかし、数値基準を形式的に守りながら特定の顧客への利益供与を行うことも可能である。むしろ新たなルールのように引受証券会社の社内における牽制機能を活かす仕組みの方が、不公正な配分を防止するという観点からは、より実効的な効果を期待できるものと考えられるのである。

4.2.3. 親引けをめぐる規制の変遷

4.2.3.1. 親引けとその原則禁止

公募株式の売却先を発行会社が指定する「親引け」行為は、1970年代に生じた株主割当増資から公募増資へという増資手法の変化に対応して生まれた慣行である。

前述のように、額面発行株主割当増資から時価発行公募増資へという増資手法の変化に対しては、既存株主の権利を侵害するという批判も強かった。そこで、初期の時価発行公募増資では、主として既存株主の利益を守るという観点から、既存株主に優先応募権を与える株主優先募入方式が採用されるとともに、既存株主の中から発行会社が指定した者に公募新株を割り当てる親引けが、容認されることになった。

このうち株主優先募入方式については、時価発行増資が定着した1970年代中盤には行われなくなった³³⁾。他方、親引けについては、1972年12月の引受証券会社の申合せで、配分数量全体の50%以内で実施することが認められたのである³⁴⁾。

しかし、公募株を入手できることを特権視するような見方に立てば、親引けは発行者が特定の株主・投資家を選んで、ディスカウントによる利益を享受させる不当な行為だということになる。しかも、親引けによって公募株式の割当てを受けるのは、多くの場合、金融機関や取引先企業である。個人投資家による公募株式の消化促進という観点からも、親引けによる売付けは、できるだけ少なくすることが望ましいと考えられるようになった。

³²⁾ 配分規則の名称は、2023年2月の改正で顧客の需要・配分先情報の発行者等への提供に係る規定が整備されたことを受けて「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分等に関する規則」に改められた。

³³⁾ 鈴木（2017）56頁

³⁴⁾ 日証協「配分ルールのあり方について ～「募集株券等の配分に係る規制のあり方に関する検討分科会」報告書～」(平成24年1月12日)6頁。

自主ルールによる親引け可能数量は段階的に引き下げられ、1983年2月の引受部長会申合せ「時価発行増資に関する考え方」の改訂では、それまで公募株式の20%以下にとどめるよう努力することとされていた親引けが、原則的に禁止された³⁵。ただし、連結関係または持分法適用関係にある支配株主がその関係を維持するために必要な場合や業務提携の関係にある株主がその持株比率維持のために必要な場合には、例外的に親引けが認められることとされたのである。

4.2.3.2. 配分をめぐる考え方の変化と親引けガイドラインの制定

親引けを原則的に禁止するルールは、1992年制定の引受規則に受け継がれた。その後、例外的に親引けを認められるケースに従業員持株会を対象とする場合やストックオプション目的で役員や従業員に新株予約権を配分する場合などが追加されるといった修正があったほか、2003年9月の引受規則改正（同年10月1日施行）で並行第三者割当増資についても割当先を親引け規制の例外として許容される範囲に限定するよう発行者に要請すべきことが新たに規定されたが（2012年7月改正前・引受規則32条1項）、ルールの骨格は、2010年代までそのまま維持された。

しかし、時価発行公募増資が増資手法として完全に定着し、法令や自主規制規則の改正で増資の発表から発行決議、払込みに至る期間が短縮され、ディスカウント率も適正化するなど、市場環境が大きく変化するにしたがって、公募株式の配分を利益供与と同視するような見方は、必ずしも実態にそぐわないものとなってきた³⁶。

また、発行会社の経営戦略に理解を示し、長期的な株式保有が期待できるような投資家に一定の株式数を割り当てたいといった、必ずしも不公正とは言えない親引けのニーズは根強い³⁷。他方、個人投資家への配分を義務づけるかのような自主規制規則の規定が、投資のプロである機関投資家ではなく合理的投資家とは言えない個人投資家中心のIPO市場や新興企業向け市場の形成につながり、株価形成を不安定にし、時価発行増資による2回目以降の資金調達を困難にしているといった問題提起もなされるようになってきた。

そこで日証協は、2011年10月、「募集株券等の配分に係る規制のあり方に関する検討分科会」を設置し、親引け規制を含む配分ルールの再検討に乗り出した。同分科会の設置は、2009年に設置された「自主規制規則のあり方に関する検討懇談会」での議論を踏まえて導入された自主規制規則見直しに関する会員証券会社等からの意見募集制度に基づく規制見直しの最初のケースとなった。

³⁵ 『証券』35巻409号4頁。なお、IPO株の公募に際しての親引けは、5.1.2.で後述するように、既に1973年にほぼ全面的に禁止されていた。

³⁶ 2010年以降社会問題化した増資インサイダー問題（4.3.2.で後述）をきっかけとして、2011年12月から増資公表後に行った空売りポジションを増資に応じて決済する行為が禁じられた（金融商品取引法施行令26条の6）。いわゆる日本版レギュレーションMである。こうした規制が導入されたことは、適正なディスカウント率での効率的な株式募集が行われたとしても、特定の者が公募株式の配分を受けることが、不公正な行為と評価される場合が依然としてあり得ることを示しているとも言える。

³⁷ こうした役割を担う投資家は、とりわけIPOの場面においては、「コーナーストーン投資家」と呼ばれることがある。

同分科会の報告書「配分ルールのあり方について」は2012年1月に公表され、その提言に基づき、同年7月、引受規則、配分規則等の改正が行われた（同年10月1日施行）。

改正では、それまでの「個人投資家」に具体的に言及しながら時価発行公募増資等について広く公平な消化を求める規定が見直され、引受証券会社は、「市場の実勢、投資需要の動向等を十分に勘案したうえで、当該募集等の引受け等に係る株券等の配分が、公正を旨とし、合理的な理由なく特定の投資者に偏ることのないよう努めなければならない」（現・配分規則2条1項）ものとされた。

また、それまで原則禁止とされてきた親引けは、「公正を旨とし、合理的な理由なく特定の投資者に偏ることのない」範囲で許容されることとなり（現・配分規則2条2項1号）、親引け予定先から180日以上継続所有することの確約を書面で取り付けることなどの手続きが規定された（現・配分規則2条2項2号・3号）。許容される親引けの具体的な態様は、新たに制定された「親引けガイドライン」に規定されることとなった。

4.3. 引受審査等をめぐる制度整備

利益配分ルールや配分上限ルールといった画一的な規制が、廃止ないし緩和されたことで、証券会社は、市場のプロフェッショナルとしての見識を発揮しながら、自主的な判断に基づく柔軟な引受けを行うことが可能になった。それは同時に、引受けに伴う証券会社の社会的責任が、それまで以上に重くなることを意味する。このため、1996年の引受けの自由化後は、公正な引受けを確保するための引受審査の機能強化や引受証券会社の利益相反的行為を防止するための制度整備が進められることとなった。

4.3.1. 引受審査機能の強化

1998年12月、金融システム改革法（改正証取法）が施行され、「フリー、フェア、グローバル」を旗印とする、いわゆる日本版金融ビッグバンが実施された。証券会社の参入規制は免許制から登録制へ移行し、取引所集中原則の撤廃（詳しくは第6章で後述）、株式委託手数料の自由化といった歴史的な規制緩和が行われたのである。加えて、おりから証券取引におけるインターネットの活用が本格化し、インターネット専業証券会社が誕生するなど、証券会社間の競争環境は激変した。さらに1999年6月のナスダック・ジャパン構想発表と同年11月の東京証券取引所（以下、「東証」）マザーズ市場開設を契機に、上場企業の獲得をめぐる証券取引所間の競争が本格化した。

こうした競争の激化は、株式売買委託手数料を初めとする手数料率の低下やIPO企業数の増加といったメリットをもたらしたが、一方では、業績に不安のある新興企業の安易な上場につながっているといった指摘も招いた。2005年12月には、ジェイコム株の取引をめぐ

る誤発注事件が発生し³⁸、証券会社の業務運営や市場のシステム全体に対する不安感・不信感が広がった。

このとき市場の監督当局は、大蔵省から金融監督庁へ、さらに2000年に金融監督庁を改組して発足した金融庁へと変化していた。金融庁は、証券会社や市場に対する不安感・不信感を解消すべく、2006年3月、同庁監督局長の私的諮問機関として「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」を設置し、証券会社のあり方をめぐる幅広い検討を開始した。

2006年6月に公表された同懇談会の「論点整理」では、様々な問題が取り上げられたが、株式市場の自主規制に深く関わる論点としては、引受け審査の強化や当時濫用的とも言えるような発行事例が問題視されていたMSCB（転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債）を含む私募転換社債のあり方³⁹、IPO時の公開価格の決定方法、などについて具体的な言及がなされることとなった。

これを受けて日証協は、2006年4月、「会員における引受け審査のあり方等に関するワーキング・グループ」を設置し、①IPOの引受け審査、②上場会社の公募増資の引受け審査、③MSCBの取扱い、④MSCBの流通市場における取引の4つの事項について、分科会を設けて詳細な検討を行うこととなった⁴⁰。これらの事項のうち、上場会社の公募増資については、2007年5月、概ね次のような内容の引受け規則及び引受け細則の改正が行われた（同年7月1日施行）⁴¹。

第一に、引受け審査体制の強化を図る観点から引受け審査部門の担当役員は引受け推進部門や引受け部門を担当しないことなどが規定された（現・引受け規則5条1項）。第二に、規則に規定される引受けにあたっての審査項目が大幅に拡充され、かつ新規公開、既上場増資、社債など種類別に細分化されることになった（現・引受け規則16条～18条、引受け細則9条～11条）。第三に、それまで事務処理指針に定められていた、監査人による発行会社に関する調査報告であるコンフォートレターの受領義務が、規則の規定とされた（現・引受け規則12条5項）⁴²。

また、MSCBをめぐっては、2007年5月、理事会決議「会員におけるMSCB等の取扱いについて」が制定されることになった。同決議は、証券会社がMSCBの買い受けを行う場合に発行会社の財務状況等を確認することやヘッジのために行う空売り数量を一定の範囲内に抑えること、1ヵ月間に転換できる株式数を発行済み株式数の10%に制限することなどを

³⁸ 2005年12月8日、東証マザーズ市場に上場したジェイコム社の株式取引をめぐり、「1株1円で61万株」の売り注文が出され、同社の株価がストップ安まで急落した後、ストップ高まで急騰し、売買高も急増した。この売り注文が「1株61万円で1株」という注文の誤入力によるものだったことが判明し、発注した証券会社が大きな損失を抱えるといった観測がなされ、市場全体の混乱につながった。誤入力された注文が約定した原因の一つが東証のシステムの不具合であったとされたことや決済不能への対応が不明確であるといった指摘もなされたことから、市場の構造的な問題が注目されることとなった。

³⁹ MSCBについて詳しくは、大崎（2013）442～447頁。

⁴⁰ IPOの引受け審査をめぐっての制度改正については、5.3.3.2.で後述。

⁴¹ 詳しくは、佐々木（2007a）。

⁴² コンフォートレター自体は、米国の慣行をモデルとして1974年12月の大蔵省証券局長通達で導入が要請され、日本公認会計士協会が標準様式を定めるなど、早くから対応が進んでいた。竹中（1986）609～610頁。

求めていた⁴³。

4.3.2. 増資インサイダー問題への対応

2010年10月、上場会社による公募時価発行増資の実施に際して、増資に関するインサイダー情報を入手した機関投資家等によるインサイダー取引が行われたのではないかとする増資インサイダー問題が明るみに出た。この背景には、2008年から09年にかけての世界金融危機によって、自己資本増強の必要に迫られた事業会社や金融機関が、相次いで大規模な公募増資に踏み切り、増資の可能性をめぐる情報が、過度に相場の材料視されるという市場の状況があった。

増資インサイダー問題の構図は、引受主幹事証券会社の引受部門から営業部門に公募増資に関する未公表情報が洩れ、当該情報が顧客である機関投資家等に伝達されたというものである。2012年3月以降、複数の事案をめぐって証券取引等監視委員会による課徴金納付命令勧告が行われ、金融庁長官による課徴金納付命令が発出された。2013年6月には、インサイダー情報の伝達やインサイダー情報に基づく取引推奨行為を禁じる金融商品取引法（以下、「金商法」）改正が成立した。

日証協は、この事態を重く受け止め、インサイダー情報（法人関係情報）の管理を厳格化する観点から、会員証券会社に対して法人関係情報の管理態勢に関する点検を要請し、管理不備等の事実が認められた証券会社に対して過怠金を賦課するといった取組みを進めた。また、2012年9月には、「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」を設置し、公募増資をめぐる問題点や対応策に関する検討を開始した。

こうした検討の結果、2013年3月、証券会社が公募増資等の引受けを行うに当たってのプリンシプル・ベースでの共通の倫理・行動規範として、「会員の公募増資等の引受けに係る行動規範」が理事会決議によって策定された。また、同年4月には引受規則が改正され（同年7月1日施行）、募集・売出しの公表前において、役職員によるインサイダー情報の外部への漏洩が判明した証券会社による引受けの原則禁止やインサイダー取引が判明した場合等に、主幹事証券会社が発行会社との間で日程について協議する義務が、新たに規定された（現・引受規則34条の2第1項、2項）。

増資インサイダー問題によって、公募増資に対する投資家の不信感が高まったことで、既存株主の利益を尊重する新たな増資手法とされたライツ・オファリング（新株予約権無償割当てによる増資）が、注目を集めることになった⁴⁴。日証協は、2012年3月、ライツ・オファリングのうち、証券会社による引受けを伴うコミットメント型ライツ・オファリングに関して、新株予約権証券の取得状況を速やかに開示することなど、一定の規律を設けるための引受規則改正を行った（同年4月1日施行、現・引受規則30条～32条）。

⁴³ 詳しくは、横田（2007）。この理事会決議の内容は、その後、東証の有価証券上場規程の企業行動規範における「遵守すべき事項」に実質的に盛り込まれることになった（有価証券上場規程434条、同施行規則436条）。

⁴⁴ 詳しくは、大崎（2013）448～451頁。

4.3.3. 利益相反問題への対応

主幹事証券会社と発行会社との間に一定の資本関係がある場合には、本来中立的に行われるべき引受審査が甘くなり、有価証券の発行条件が歪められるなどの投資家の利益を害する利益相反が懸念される。このため、金商法とその関連政府令では、銀行業務と証券業務の分離規制を設ける、いわゆるファイアーウォール規制の一環として、証券会社とその親法人等または子法人等が発行する有価証券の引受けに係る主幹事証券会社となることを原則禁止し、独立性等一定の要件を充たす独立引受幹事会社が発行価格の決定に適切に関与する等の場合にのみ、例外的に容認するという制度がとられている（金商法 44 条の 3 第 1 項 4 号、金融商品取引業等に関する内閣府令 153 条 1 項 4 号二）。

こうした利益相反の問題は、主幹事証券会社と発行会社が、親法人等または子法人等以外の資本関係にある場合でも起こり得る。経営破綻後、国が出資する企業再生支援機構による支援を受け、2012 年 9 月に東証市場へ再上場した日本航空の上場前の増資をめぐって利益相反とも受け取られかねない状況があったとの指摘がなされたことなどもあり、2016 年 11 月から金融庁、日証協、東証が主催する「株式新規上場引受に関する検討会」において、この問題に関する検討が行われることになった。

同検討会は、2017 年 3 月、報告書を公表し、2017 年 6 月、同報告書の提言内容に基づく引受規則等の改正が実施された（同年 7 月 1 日施行）。この改正では、前述の金商法の規定に基づく従来の親子法人の主幹事引受制限（現・引受規則 9 条～11 条）と同様の措置を講じる対象範囲が拡大された（現・引受規則 11 条の 2）。また、公的再生支援を受ける発行者の再上場に際しての主幹事就任規制が整備された（現・引受規則 11 条の 3）。

5. IPO 価格決定プロセスの変遷

5.1. 類似会社比準方式

5.1.1. 公開価格決定方法の統一

非上場会社が新規上場や株式店頭市場への新規登録によって公開会社となる IPO 時の株式公募では、市場で決まる時価という基準が存在する既上場会社の時価発行公募増資とは異なり、公募価格（公開価格）の決定方法が大きな課題となる。

1960 年代までの実務では、一般に、国税庁の相続税財産評価方式を基本とし、これに同業種の上場会社との利回り、株価収益率、財務比率等の修正を加え、さらに市場性等を勘案してディスカウントを行うという方法により、各引受証券会社が独自の考え方を織り込みながら公開価格を算定していた⁴⁵。

しかし、IPO 社数の増加や IPO の人気化によって公開価格と上場後の初値の乖離が大きくなったことなどを背景に、1970 年 6 月、当時の引受証券会社 7 社によって統一的な「株式公開価格算定基準」が設けられることになった。その内容は、主幹事証券会社が、IPO 会社と事業内容が類似した既上場会社を 3 社程度選定し、1 株当たり純資産・純利益・配当について、当該 IPO 会社と類似会社の平均を求め、当該平均比率を類似会社の株価の平均に

⁴⁵ 佐々木（2007b）22 頁。

乗じて株価を算定するという方法、すなわち類似会社比準方式を採用するものであった⁴⁶。

5.1.2. IPO 神話と殖産住宅事件

類似会社比準方式の下で行われた IPO では、ほぼ例外なく初値が公開価格を上回っていた。これは、公開価格が企業の財務内容から算出した理論価格であるのに対し、初値は投資家の実際の需要により決定される価格であり、新規公開に対する人気や成長性に対する期待が反映していることによる⁴⁷。

このため、投資家の間では、「IPO 株は確実に儲かる」という IPO 神話が形成されることになった⁴⁸。前章で述べたように、1970 年代から 80 年代にかけては、時価発行公募増資に関して、同じような見方がなされ、それが配分上限ルールや親引け規制といった配分規制の背景となった。しかし、IPO 株をめぐる状況は、より深刻であった。発行会社による新規公開株の配分が、贈収賄事件に発展したのである。

それが、1973 年 6 月に明るみに出た、大蔵省証券局証券監査官と東証上場部次長が、殖産住宅相互の東証二部市場への新規上場に関する審査等の謝礼として公開価格で同社株式を取得し、収賄の罪に問われた殖産住宅事件である。最高裁は、新規公開株式は上場時に価格が確実に公開価格を上回ると見込まれるものであり、新規公開株式を公開価格で取得できるのは発行会社や引受証券会社と特別の関係にない一般人には極めて困難であるとして、新規公開株式を公開価格で取得できる利益は、それ自体が贈収賄罪の客体となると判示し、被告人を有罪とした原審の判断を支持した⁴⁹。IPO 株は確実に儲かるという IPO 神話が、最高裁によって、事実であると認定されたのである。

殖産住宅事件発覚直後の 1973 年 7 月、東証は、不祥事の再発を防止し株式公開制度の改善を図るために、理事会において「株式公開制度の運用方針について」を決定した。そこでは公開価格決定方法としての類似会社比準方式は維持されたが、①検討の対象とする類似会社に東証が選定する会社 1 社以上を含めることを求める、②発行会社の従業員に割り当てる場合を除き親引けを全面的に禁止する、③算定価格からのディスカウント幅を極力縮小するよう引受証券会社に要請する、といった改善策が講じられた⁵⁰。

5.2. 入札方式

殖産住宅事件が、最高裁による上告棄却決定で終結する直前の 1988 年 6 月、リクルートから川崎市助役にリクルートコスモスの未公開株が譲渡されていることが明らかになった。労働省、文部省、政界、NTT の 4 つのルートにおける贈収賄が摘発され、収賄側 8 人、贈賄側 4 人の有罪が確定したリクルート事件の始まりである⁵¹。

⁴⁶ 小谷（2016）57 頁注 39、金子（2019）28 頁。

⁴⁷ 小谷（2016）57 頁。

⁴⁸ 金子（2019）29 頁。

⁴⁹ 最決昭和 63 年 7 月 18 日刑集 42 巻 6 号 861 頁。

⁵⁰ 『証券』25 巻 293 号 6～9 頁。

⁵¹ 小谷（2016）46 頁。

多くの著名人が関わったこの事件が社会に与えた衝撃は大きく、IPO をめぐる公正性の確保が強く要請されることとなり 1988 年 12 月には、証券取引審議会の報告書「株式公開の在り方について－問題点とその改善策－」が取りまとめられた。同報告書の提言を受けて導入された新たな公開価格決定方法が、1989 年 4 月から実施された入札方式である。

当初の入札方式は、それまでの類似会社比準方式の比較要素から、株式の投資尺度としての重要性が失われたものと考えられた 1 株当たり配当を除いて算定した価格を下限とし、その 130% を上限価格として、IPO 株式の 25 ～ 50% 程度について投資家による入札を行い、落札価格の加重平均値を非入札部分の公開価格とするというものであった⁵²。

入札方式の下での投資家への配分方法には、上場申請会社の役員等、大株主、証券会社の役職員などは入札に参加できず、投資家が入札で取得できる株数は、5,000 株以下の範囲内で主幹事が定めた 1 単位に制限されるなど、厳しい制限が設けられた。また、同一顧客に配分できる回数は 1 年度において 4 回までとされた⁵³。

入札方式の下では、公開価格や配分先の決定に関する引受証券会社の裁量の余地は極めて限定されている。また、入札によって取得できる株式数の制限と配分回数の制限が設けられたことで、一般に価格発見能力が高いとされる機関投資家や外国人投資家の需要は、入札に反映されにくくなった。このため、小口の個人投資家を中心に、確実に落札しようとして適正な価格と判断するよりも高い価格で応札する者が増え、公開価格が高めに決まり、公開後の価格が低迷し売買高が減少するといった問題点が指摘されることとなった⁵⁴。

5.3. ブックビルディング方式

5.3.1. ブックビルディング方式の導入

入札が過熱化して公開価格が高めに決まり、公開後の価格低迷と売買高の減少が生じると、その後の公募時価発行増資による資金調達の大きな妨げとなる。そこで引受証券会社からは、諸外国で採用されているブックビルディング方式、すなわち主幹事証券会社が仮条件を提示し、機関投資家等の需要を積み上げたうえ、その需要予測を基に、市場動向等を勘案しつつ、公開価格を決定する方式の導入を求める声が高まった⁵⁵。

公開価格決定方法としてのブックビルディング方式は、研究開発型企業の資金調達促進を狙いとして、赤字企業を含むベンチャー企業に株式公開の途を開くために 1995 年 7 月に開設された、日証協の店頭特則市場で初めて採用された⁵⁶。

その後、1997 年 3 月には、日証協が「株式公開制度の改善策－ブックビルディング方式の導入に関する要綱－」を取りまとめた。同年 6 月の証券取引審議会答申でも、証券市場が

⁵² 入札株数の割合や価格決定方法の細部は、後述するブックビルディング方式の導入までの間に複数回にわたり修正された。詳しくは、金子（2019）30～34 頁、佐々木（2007b）24 頁。

⁵³ 4.2.2. で述べた配分上限ルールに規定された。

⁵⁴ 大崎（2000）166 頁。

⁵⁵ 4.1.3. で述べた通り、上場会社による時価発行公募増資では、1994 年以降、ブックビルディングによる募集価格の決定が行われていた。

⁵⁶ 1996 年 12 月のエーティーエルシステムズ及びアクモスの IPO が、ブックビルディング方式による公開価格決定の最初の例となった。

企業の資金調達に当たって期待されている役割を適切かつ効率的に果たしていくためには、株式等の発行市場における諸規則・諸慣行について不断の見直しを行っていく必要があるとの考えに基づき、店頭特則銘柄のみならず、広く IPO の公開価格決定方式としてブックビルディング方式を採用すべきであるとの提言がなされた⁵⁷。

同答申では、次のようなブックビルディング方式のメリットが指摘された。①発行市場だけでなく公開後の流通市場まで勘案した需要の積み上げによる公開価格決定が可能になり、株価に対する投資家の信頼を高めることができる。また、長期投資を目的とする機関投資家による市場参加を促すことにより、市場の効率化・活性化も期待できる。②引受証券会社が自ら主体的に公開価格の決定に関与する結果、公開後も流通市場においてマーケットメイク機能をより積極的に発揮することが可能となる。これにより、公開後の売買高の低下を回避し、流通市場の活性化を図ることが期待できる。③引受証券会社がアンダーライター機能(引受機能)をより一層発揮し、これを通じて、流通市場におけるマーケットメイク機能をより積極的に発揮することができる。この結果、引受証券会社による多面的で自由な競争が促進され、市場の効率化に資すると期待できる。④現行方式に比べ手続きが簡素となり、公開日程の短縮が可能となるとともに、需要動向に応じた弾力的な発行も可能となる。⑤欧米でも一般に行われている公開方法であり、グローバル・スタンダードに合致している⁵⁸。

こうしてブックビルディング方式は、1997年9月から、すべてのIPOに適用される公開価格決定方法となったのである。

5.3.2. 定着したブックビルディング方式

ブックビルディング方式の導入は、直ちに入札方式の廃止を意味したわけではない。現行の東証規則でも、上場前の公募はブックビルディングまたは競争入札による公募等のいずれかの手続きを行うものと定められており(有価証券上場規程施行規則246条)、公開価格は、ブックビルディングの場合は、ブックビルディングにより把握した投資家の需要状況、競争入札による場合は、落札加重平均価格その他の当該競争入札の実施状況によると規定されている(有価証券上場規程施行規則247条)。金商法上の法定開示書類である有価証券届出書の様式にも「入札方式による募集・売出し」の記載欄が設けられている。

ブックビルディング方式の導入当初は、それまでの入札方式との競争を実現することで、市場が活性化するといった見方もあったようである。しかし、ブックビルディング方式の導入後、移行期間とも言うべき最初の1カ月を除けば、現在に至るまで、入札方式で公開価格を決定したIPO企業は、1社も存在しない⁵⁹。公開価格決定方法としての入札方式は、事実上廃止されたのである。

なお、前述のように、入札方式の下では、一顧客当たり5千株、同一顧客に配分できる回

⁵⁷ 日証協「会員におけるブックビルディングのあり方等について ―会員におけるブックビルディングのあり方等に関するワーキング・グループ報告書―」(平成19年11月21日)5～6頁。

⁵⁸ 前掲注58・日証協報告書7頁。

⁵⁹ 1997年10月7日に店頭公開した北陸ミサワホームと同年10月8日に東証一部に上場した東海旅客鉄道が、最後の入札方式適用企業である。

数が一つの年度において4回という配分上限規制がルール化されていた。ブックビルディング方式の下で、このような制限が残されたのでは、機関投資家等からの適正な需要申告は期待できない。

そこで、公開価格決定方法のブックビルディング方式への移行にあたっては、配分上限ルールが撤廃される一方、①価格決定の公正性・透明性の観点から、価格決定の過程を有価証券届出書において開示させるとともに、公開後の流通市場の状況を取引所や日証協が公表する、②配分の公正性の観点から、引受証券会社の販売方針を有価証券届出書において開示させるとともに、販売先リスト等の証拠書類の保存を十分な期間義務付け、行政及び自主規制機関による事後的チェックを可能とするといった措置が講じられることになった⁶⁰。

5.3.3. ブックビルディング方式の課題と制度の見直し

多くのメリットが期待され、導入後速やかに定着したブックビルディング方式だが、課題も少なくない。これまで様々な指摘がなされ、いくつもの見直しが実施されてきた。

5.3.3.1. 一部抽選制度の導入

ブックビルディング方式の導入後、個人投資家から、配分の仕方が不透明であるとか特定の者を優遇して配分が行われているのではないかといった苦情や、他の金融商品との抱き合わせ販売がおこなわれているといった指摘が寄せられるようになった⁶¹。ブックビルディング方式導入の狙いの一つが、機関投資家によるIPO市場への参加促進であったことからすれば、配分を減らされる個人投資家から不満が出ることは、想定内のこととも言えるが、不透明・不公正な配分が行われるとすれば、看過できない問題である。

そこで日証協は、2005年2月、「新規公開株の顧客への配分のあり方等に関するワーキング・グループ」を設置し、同ワーキング・グループの提言に基づき、2006年1月に規則改正を行い（同年7月1日施行）、新規公開株の配分にあたっては、原則として、自社が個人投資家に配分を行う予定数量の少なくとも10%以上について、個人投資家を対象とした抽選により配分先を決定する抽選配分制度を導入することとした（現・配分規則3条）⁶²。

5.3.3.2. ブックビルディングのプロセスをめぐる制度整備

前章で触れた2006年の金融庁「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」の論点整理では、公開価格の決定をめぐる、①仮条件の設定方法について明確な基準が設けられていない、②ブックビルディングのプロセスについて具体的なルールがなく、各社が定める方法で実施していることから重複申告や空積み等の問題がある、③こうした結果、公開価格が需

⁶⁰ 佐々木（2007b）27頁。日証協規則では、これらの内容については、現・引受規則21条～23条に規定されている。

⁶¹ 金子（2019）41頁。

⁶² 4.2.3.2. で触れた「募集株券等の配分に係る規制のあり方に関する検討分科会」の報告書は、抽選配分制度について「見直しを検討することが適当である」と提言したが、そうした規則改正は行われなかった。

要動向を的確に反映したものであるとは必ずしも言いがたい、といった指摘がなされた⁶³。

これを受けて、日証協は「会員におけるブックビルディングのあり方等に関するワーキング・グループ」を設置して検討を行った⁶⁴。同ワーキング・グループの提言を受けて2008年1月に引受規則が改正され（同年4月1日施行）、主幹事証券会社は、発行者等と業務上密接な関係にない部署等で公開価格等の妥当性について確認することを義務づけられるとともに（現・引受規則26条2項）、公開価格決定プロセスを構築し、社内規則に定めることを義務づけられることとなった（現・引受規則27条1項）。重複申告や空積みについては、それまでの排除の努力義務に関する規定が、禁止規定に改められることになった（現・引受細則14条1項）⁶⁵。

5.3.3.3. 「過小値付け」への対応

ブックビルディング方式による公開価格決定をめぐっては、スタートアップ企業の経営者やベンチャーキャピタル・ファンド関係者を中心に、公開価格が低めに抑えられる「過小値付け」によって、IPOによる資金調達額が過小になっているとの不満が根強い⁶⁶。2021年6月に閣議決定された政府の成長戦略実行計画にも「新規株式公開（IPO）における価格設定プロセスの見直し」が施策項目の一つとして明記され、主幹事証券会社がその優越的な地位を利用して公開価格を低めに決めるよう発行会社に圧力をかけているのではないかといった観点から、公正取引委員会による調査が行われることになった。

2022年1月に公表された公正取引委員会の報告書「新規株式公開（IPO）における公開価格設定プロセス等に関する実態把握について」は、公開価格が一方的に設定されるなど新規上場会社に不当な不利益を与えるという明確な実態は確認できなかったとした。

しかし、違法な行為が行われていなかったというだけで、それまでの実務慣行に見直すべき点がないとは言えない。そこで日証協は、「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」を設置して検討を行い、同ワーキング・グループの提言を受けて、2022年6月と2023年2月の2回にわたって引受規則等の改正を行うこととした（前者は2022年7月1日施行、後者は2023年10月1日施行）。

一連の改正では、ブックビルディングの過程での仮条件の範囲外での公開価格決定の容認（現・引受細則15条1項）、上場日程の期間短縮・柔軟化、売出株式数の変更の柔軟化（現・引受細則15条1項）、オーバーアロットメントの上限数量の明確化（現・引受規則29条）、価格設定の中立性確保（現・引受規則24条）、主幹事証券会社別の初期収益率等の公表、主幹事証券会社の引受割合決定にあたっての発行会社との協議（現・引受規則26条1項）、発行会社への公開価格等の納得感のある説明（現・引受規則26条2項）といった制度改善の

⁶³ 金融庁「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会 論点整理」13～14頁。

⁶⁴ 詳しくは、佐々木（2007b）29～34頁。

⁶⁵ 重複申告については、単独の引受証券会社が完全に排除することは困難であるため、他の引受証券会社との重複を発見した場合には、当該引受証券会社と協議するとの規定が設けられた（現・引受細則14条2項）。

⁶⁶ 金子（2019）は、こうした指摘を裏付ける実証研究である。

ための施策が講じられることになった。これらの改正は、2023 年 10 月以降の IPO において全面的に適用されているが、公開価格の水準や投資家の IPO 銘柄への投資意欲にどのような影響を及ぼすのかが注目されている。

6. 上場株式の取引所外取引をめぐる制度の展開

6.1. 取引所外取引の解禁と PTS の登場

6.1.1. 取引所集中原則の撤廃

1990 年代までの日本の株式市場では、東証を始めとする各証券取引所の定款や規則において、株式公開買付（TOB）などの例外を除いて、会員証券会社に対して上場株式の取引を取引所の開設する市場で行うよう義務づける、取引所集中原則が定められていた。取引所市場への取引集中は、①売買注文を集中させることで注文者が適切な相手方を見出すことを容易にし、円滑な流通が確保される、②多数の者の大量注文の間の自由な競争売買によって適正で公正な相場が形成される、という二つの理由で正当化されていた⁶⁷。

しかし、コンピュータや情報通信技術が発達すると、証券取引所という物理的な場所取引を集中することなく、価格や数量など取引に関する情報を集中して公表することで、株式の円滑な流通と公正な価格形成を図ることが可能になる。他方、同じ銘柄の売買注文獲得をめぐる市場間の競争が阻害される、自らの売買注文が市場価格を変動させてしまうマーケット・インパクトを避けるために取引所市場外で注文を執行したいという大口投資家のニーズに応えられない、といった取引所集中を義務づけることによる弊害が目立つようになってきた。そこで、1998 年のいわゆる日本版金融ビッグバンに伴う金融システム改革法（改正証券取引法）の施行に併せて、取引所集中原則は撤廃されることになったのである。

取引所集中原則は、証券取引所の定款や規則に定められたものであり、その撤廃自体に法令改正が必要だったわけではない。しかし、金融システム改革法には、証券会社が行った取引所外取引に関する所属証券業協会への報告義務や当該報告を受けた証券業協会による情報公表義務等に係る法令整備など、取引所集中原則が撤廃されることを前提とした法改正が盛り込まれていた⁶⁸。これらの法令の規定を具体化するために、日証協は、1998 年 11 月、「上場株券等の取引所有価証券市場外での売買等に関する規則」（現・上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則、以下、「取引所外取引規則」）を制定した（同年 12 月 1 日施行）。

6.1.2. 株式 PTS の登場と PTS システムの構築

取引所集中原則が撤廃されたことで、証券会社が顧客の大口の売買注文に対して、事前の了解を得た上で、自己勘定で売り向かうまたは買い向かうといった売買方法をとることが可能となったほか、顧客同士の売買注文を電子取引システム上でマッチングさせる私設電子取

⁶⁷ 野尻（1986）434 頁。

⁶⁸ 大崎（1999）62 頁。

引システム(PTS)での上場株式の取扱いも可能となった⁶⁹。最初に認可を受けた株式PTSは、2000年9月に取引を開始した日本相互証券のBB株式スーパートレードである。これは、取引所の取引時間外に稼働し、顧客間で価格交渉を行う仕組みであった。

2000年10月には金融庁が「私設取引システム(PTS)開設等に係る指針」を策定してPTSの採用できる売買価格の決定方法を拡充するとともに、事務ガイドラインにおいて、PTSが「最良気配・取引価格等を他の私設取引システムと比較可能な形で、リアルタイムで外部から自由にアクセスすることが可能な形により公表すること」を義務づけた。これを受けて日証協は、2001年1月以降、PTSの取引情報を公表するためのシステム構築についての検討を行い、「私設取引システム(PTS)価格情報等公表システム(PTSシステム:PTS Information Network)」を稼働させた⁷⁰。

こうしてPTSを初めとする取引所外取引を支える制度インフラは整えられたが、直ちに上場株式の取引所外取引が活発に行われるようになったわけではない。最初の株式PTSとなったBB株式スーパートレードも2002年7月には運営を停止した。

6.2. 取引所取引原則の撤廃と最良執行義務の導入

6.2.1. 取引所取引原則とその影響

1998年の証取法改正では、証券会社は上場株券等の売買に関する注文を受けたときは、「当該顧客の指示が取引所有価証券市場外で取引を行う旨の指示であることが明らかである場合を除き、取引所有価証券市場外で売買を成立させてはならない」との規定が、新たに設けられた(2004年改正前証取法37条)。

この規定は、「取引所取引原則」とも呼ばれたが、取引所外取引の解禁に伴って開設が可能となったPTSが、取引所市場に比べて価格形成機能の低い価格決定方法を用いるものとされたことなどを踏まえ、取引所外取引を利用することの可否を仲介者である証券会社ではなく、顧客の意思に係らしめる趣旨であったものと考えられる。しかし、開設から日が浅く、利用者が少ないために活発な取引が期待できないPTSでの注文執行をわざわざ指示する投資家は稀だろう。この規定は、実質的には、証券会社によるPTSへの積極的な注文回送を妨げる機能を果たしたと言わざるを得ない。

また、PTSを含む取引所外取引が、取引所市場に比べて価格形成機能の低い取引の場と位置づけられていたことを反映して、日証協の規則では、取引所の取引時間中については、取引所外取引における取引価格を取引所の取引価格や気配を基準とする一定の範囲内に収めることが求められていた(2005年改正前・取引所外取引規則5条～7条)。取引所の取引時間中に関しては、取引所外取引では自由な価格形成が否定されていたわけで、最初の株式PTSとなったBB株式スーパートレードが取引所の取引時間外の取引だけを取り扱うものとしたのも、こうした規制の存在を考慮したためである。

⁶⁹ PTSの開設・運営は、証券会社の認可業務とされた。

⁷⁰ <https://off-exchange.jp/ptsinfo/>

6.2.2. 最良執行義務の導入

2004 年の証取法改正では、取引所取引原則を定めた規定や証券会社が顧客の売買委託注文を取引所市場に回送せず自ら相手方となって約定させる呑み行為を禁じる規定（2004 年改正前・証取法 129 条）及び顧客の売買委託注文を自己の売買注文とマッチングさせた上で取引所市場に回送する向い呑み行為を禁じる規定（2004 年改正前・証取法 39 条）が廃止される一方、証券会社に対して、顧客注文の最良執行に係る方針を定め、公表し、それに従って注文を執行する最良執行義務が課されることになった（現・金商法 40 条の 2）。また、一定の売買高を超えないことという条件の下で、取引所市場の価格決定方法であるオークション方式（競売買）が、PTS の採用できる価格決定方法に加えられ（現・金商法 2 条 8 項 10 号イ）、PTS と取引所市場の競争上のイコール・フッティングの確保が図られることとなった。

これを受けて日証協では、2005 年 3 月、取引所外取引規則を改正し（同年 4 月 1 日施行）、取引所外取引の価格制限に係る規定を削除するとともに、各証券会社による最良執行方針の策定を支援するために、「最良執行義務に関する Q&A」及び「最良執行方針等の参考モデル」を作成することとなった。

6.3. 取引所外取引の拡大と制度見直し

6.3.1. 取引所外取引の拡大

最初の株式 PTS が短期間で運営を停止した後、複数の証券会社が取引所市場の価格で上場株式の売買注文を執行するクロッシング・システムを開設したほか、2006 年以降、個人投資家向けの夜間取引サービスを提供するといった動きもみられたが、いずれも取引は低迷し、2009 年まで株式 PTS の取引シェアは、市場全体の 1% 未満にとどまっていた⁷¹。

しかし、株式 PTS の取引高と取引シェアは、2010 年以降、大きな伸びを見せ始めた（図表 2）。これは、東証の新しい株式売買システム「アローヘッド」の稼働で HFT（高頻度取引）トレーダーが日本市場に進出して PTS の流動性が向上し始めたことや PTS における売買が取引所市場の清算機関である日本証券クリアリング機構による清算の対象となったことで取引リスクが低減したこと、PTS の気配情報等が情報ベンダーによって配信されるようになったことなどで、機関投資家による PTS の利用が拡大したためだと考えられる⁷²。

その後、2012 年 10 月に施行された株式公開買付（TOB）規制の見直しで、PTS での買付けが意図せずして TOB 規制に抵触してしまう懸念が払拭されたことや 2019 年 8 月から PTS における信用取引注文の取扱いが可能になったことなどで、株式 PTS の取引高はさらに増加し⁷³、2020 年代に入ってから、安定的に市場全体の取引高の 7～11% 程度を占める状況が続いている。

一方、2007 年頃からは、PTS のような気配の事前公表を行わない証券会社の電子取引シ

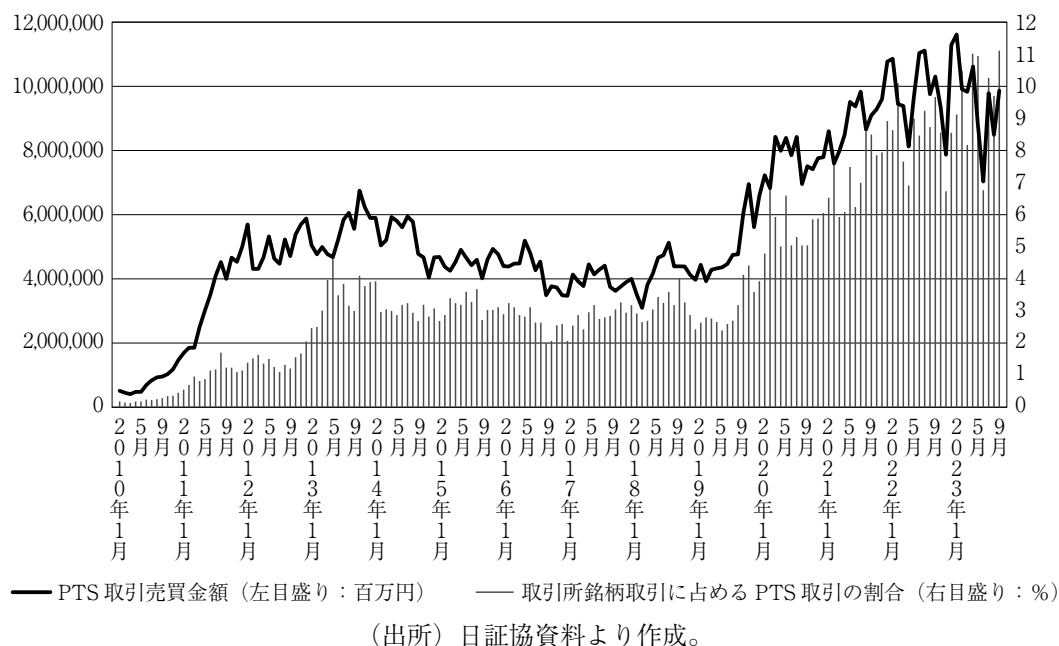
⁷¹ 大崎（2020）173～174 頁。

⁷² 大崎（2020）174～175 頁。

⁷³ 詳しくは、大崎（2020）175～184 頁。日証協では、「PTS 信用取引検討会」を設置して PTS における信用取引注文の取扱いを可能にするための実務的検討を行い、2019 年 3 月、取引所外取引規則の改正を行った（株式等の決済期間の短縮化（T+2 化）を実施した同年 7 月 16 日施行）。

システムでの上場株式の取引も増加し始めた。こうした取引システムは、ダークプールと呼ばれ、現在では、証券会社の社内で注文がマッチングすると、東証の立会外取引システム ToSTNeT で約定を成立させるという仕組みが採用されている。

図表2 株式PTSの取引高と取引シェアの推移（2010年以降、金額ベース）



6.3.2. 期待される代替取引市場機能

日証協の規則では、上場株式やその発行会社に関して投資家の投資判断に重大な影響を与えるおそれがある不明確な情報が生じている場合等については、日証協が取引所外取引を停止できるものと定めている（現・取引所外取引規則6条の5）。取引所市場においても、そうした場合には取引所が取引停止措置を講じるのが通例である。

2012年2月、東証でシステム障害が発生し、241銘柄の売買が半日間停止した際、日証協は、取引所外取引規則の規定に基づいて、それらの銘柄に関するPTSを含む取引所外取引を停止した。しかし、この対応が妥当なものであったかどうかは疑問である。

システム障害によって東証市場での売買は停止されたが、発行会社に関する不明確な情報が生じていたわけではない。当時は大阪証券取引所の市場でも現物株式の売買が行われており、東証との重複銘柄の中には、取引高が急増したものもあった。メインマーケットである東証市場の代替取引市場としての役割を果たしたわけで、本来、取引所外取引にもそうした役割が期待されても良かったのではないかと考えられるのである。

その後、2018年の取引所外取引規則の改正では、PTSやダークプールでの取引高が増加していることを踏まえ、上場株式やその発行会社に関して投資家の投資判断に重大な影響を与えるおそれがある不明確な情報が生じている場合等については、従来の日証協による取引停止に加えて、証券会社自身に取引所外取引を停止するよう義務づける規定が設けられた（現・取引所外取引規則6条、6条の2～6条の4）。この改正と同時に制定された「取引所

「外売買の停止に関するガイドライン」では、取引所のシステム障害の発生等による取引所市場における取引停止に際しては、原則として、取引所外取引を停止せず、個々の証券会社が取扱いの判断を委ねることが明記された。PTSなどの取引所外取引が、メインマーケットの代替取引市場としての役割を担うことが可能になったのである⁷⁴。

もっとも、取引所外取引、とりわけPTSが、メインマーケットの危機時に代替取引市場として機能するかどうかは、多くの証券会社がPTS等に注文を回送する接続手段を確保しているかどうかに依存する。2020年10月、東証で大規模なシステム障害が発生し、全銘柄の取引が終日停止する事態に陥った。この時は、前述の規則改正を踏まえ、日証協による取引所外取引の停止は行われず、PTSでの上場株式の取引が継続されたが、自発的に顧客の株式売買注文の受付を停止した証券会社も多く、PTSでの売買は、それほど活発にはならなかった。

6.3.3. 最良執行義務の見直し

こうした中で、2021年6月、金融審議会市場制度ワーキング・グループに設置された「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」の報告書が公表された。同報告書は、機関投資家と個人投資家の違いに着目して、大口注文の多い機関投資家にとっての最良の取引条件が価格のみならず、コスト、スピード、執行可能性等様々な要素を総合的に勘案して決定されるものであるのに対し、小口注文が多い個人投資家の場合、基本的には価格が最も重要な要素であると指摘し、個人投資家に対する最良執行方針等をより価格を重視する方向に見直すことを提言した。

この提言を受けて、2022年5月、金商法施行令や関連内閣府令等の改正が行われ、2023年1月から施行されることになった。この改正により、最良執行方針等には、取引所やPTS、ダークプールを含めた複数の取引施設から最良価格を提示している取引施設を検索して注文を執行するSOR（Smart Order Routing（スマート・オーダー・ルーティング））を利用する場合には、SORを利用する旨や価格を比較する取引施設の名称や選択方法や順序、注文執行時間の差に着目するレイテンシー・アービトラージと呼ばれる取引戦略への対応方針や対応策などを記載することが求められることとなった。また、個人顧客の注文については、ダークプールを利用して執行する場合や最も有利な価格以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して執行する場合の開示が求められることとなった。

従来、日証協の「最良執行方針等の参考モデル」でも、価格が事後的に見て最良でなかったとしても直ちに最良執行義務違反にあたるわけではないことを前提としながら、「上場株券等に係る注文はすべて国内の証券取引所に取り次ぐこととし、PTSへの取次ぎを含む取引所外売買の取扱いはいりません」といった記載がなされてきた。しかし、この改正によって、そうした最良執行方針等のあり方に、見直しが迫られることとなったのである。

⁷⁴ 2013年1月に東証と大阪証券取引所が経営統合し、同年7月には現物株式市場が東証に一元化されたことで、メインマーケットが機能不全に陥った場合の代替取引市場の確保は、それまで以上に重要な課題となっている。

そこで日証協は、2022年8月、「最良執行義務に関するQ&A」を改正するとともに、従来の「最良執行方針等の参考モデル」を廃止し、SORを導入している証券会社と導入していない証券会社に区分してそれぞれが定めるべき最良執行方針等の要点を示す「最良執行方針等の骨子（スケルトン）」を新たに制定した。

金商法施行令等の改正の施行時点で現存する最良執行方針等については、施行日から1年間の猶予期間が認められているため、改正内容に対応した新たな最良執行方針等は、2024年1月以降、すべての証券会社によって採用されることとなる。

7. おわりに

日証協の株式発行・流通市場関係ルールの歩みは、行政当局の強力な指導の下で運用される数値基準を含む画一的なルールから、証券会社の市場のプロフェッショナルとしての見識に信を置きながら、各社の幅広い裁量を認めるルールへ変容していく道のりであったと言えるだろう。

増資をめぐるルールでは、利益配分ルールや配分上限ルール、親引けの禁止といった制約が撤廃され、あるいは緩められ、引受証券会社の自主的な判断に基づく柔軟な対応が認められることになった。公開価格決定方法の入札方式からブックビルディング方式への移行も、同様に証券会社の裁量の余地を拡げるものであった。取引所外取引の解禁も、上場株式売買注文の執行方法をめぐる証券会社の裁量の範囲を拡大するものであり、顧客の注文を証券取引所の市場へ取り次ぐだけでない最良執行の追求が、新たな課題となった。

証券会社の裁量の幅が広がることは、各社の経営と業務運営の自由度を高める一方、市場の公正性を確保するゲートキーパー（門番）としての証券会社の社会的責任が、一層重みを増すことを意味する。利益相反の弊害を防止し、プロフェッショナルとしての見識を遺憾なく発揮して、顧客の最善の利益の実現を図ることが、証券会社には求められている。そして、そうした証券会社の行動を規律する自主規制機関としての日証協の役割も、ますます大きくなっているのである。

参考文献

- ・有沢広巳監修（1995）『日本証券史2』日本経済新聞社
- ・大蔵省証券局『大蔵省証券局年報』、『証券局年報』各号
- ・大崎貞和（1999）「我が国における取引所外取引の解禁」資本市場クォーターリー2巻3号 60頁
- ・大崎貞和（2000）『株式市場間戦争 ナスダックの世界戦略と日本』ダイヤモンド社
- ・大崎貞和（2013）「資金調達方法の多様化」江頭憲治郎編『株式会社法大系』429頁
- ・大崎貞和（2020）「PTS（私設取引システム）の規制」神田秀樹責任編集『企業法制の将来展望 資本市場制度の改革への提言 2021年度版』財経詳報社 163頁
- ・金子隆（2019）『IPOの経済分析 過小値付けの謎を解く』東洋経済新報社
- ・神崎克郎（1987）『証券取引の法理』商事法務研究会
- ・神田秀樹監修（1997）川村和夫＝野村證券株式会社法務部編『注解証券取引法』有斐閣

- ・金融庁ウェブサイト掲載資料
- ・小谷融（2016）「証券不祥事と法規制 ～リクルート事件～」大阪経大論集 67 巻 3 号 45 頁
- ・佐々木磨（2007a）「有価証券の引受審査の見直しについて ―有価証券の引受け等に関する規則（公正慣習規則第一四号）の解説―」旬刊商事法務 1806 号 26 頁
- ・佐々木磨（2007b）「IPO 制度の変遷 ～入札制度からブックビルディング方式へ～」証券アナリストジャーナル 45 巻 9 号 21 頁
- ・鈴木健嗣（2017）『日本のエクイティ・ファイナンス』中央経済社
- ・竹中正明（1986）「企業の資金調達（国内市場）」龍田節＝神崎克郎編『証券取引法大系 河本一郎先生還暦記念』商事法務研究会 587 頁
- ・東京証券取引所『証券』各号
- ・日本証券業協会『証券業報』各号
- ・日本証券業協会ウェブサイト掲載資料
- ・野尻孝夫（1986）「取引所市場の規制」龍田節＝神崎克郎編『証券取引法大系 河本一郎先生還暦記念』商事法務研究会 413 頁
- ・花枝英樹（1989）「日本企業の増資政策」成城大學経済研究 104 号 124 頁
- ・横田裕（2007）「MSCB 等の取扱いに関する理事会決議の概要」旬刊商事法務 1805 号 4 頁

5. 公社債市場の展開と日証協―社債市場の活性化にかかる取組みを中心に―

京都産業大学 国際関係学部 教授 横山 史生

要旨

我が国の公社債市場における社債は、発行額でも売買高でも国債と比較して非常に小さい状態が長らく続いている。その要因として、社債権者保護の観点からは厳格なものの起債プロセスとしては制約の多い規制や慣行（発行銘柄及び発行条件について関係者間で一定の基準に基づき事前調整を行う起債方式、社債の募集及び担保にかかる受託を行う銀行による起債プロセスに対する実質的な影響力の存在、商法に基づく発行限度規制など）が戦前期に形成され、それが1980年代まで引き継がれていたこと、そのような制度による発行市場における厳格なリスクの封じ込めを前提に、社債投資家によるバイ・アンド・ホールドの傾向が強いことを主因に売買流動性が低い状況が続いていたこと等が挙げられる。

そのような状況を受けて、自由競争に基づく市場原理と自己責任原則を基本としつつ、企業情報等の正確かつ十分な開示及び社債権者保護の確保を図ることを目的とする制度改善へ向けた検討が継続的に行われてきた。その進み方は、①戦前から続く発行制度・慣行について緩和・自由化を実現することへ向けて、1980年代後半から1990年代前半にかけて取組みが進められた段階と、②そのような自由化が実現した後の2000年代末以降に、実務上の諸事情による制約を取り除くとともに、多様な発想による柔軟な市場運営を促進するための様々な工夫を図ることにより市場全体を活性化するための検討を「社債市場の活性化に関する懇談会」の場で行い、それに基づく制度改善を進めてきた段階の、二つの時期に分けることができる。

その成果については、銀行借入れが社債発行に対して優位な構造がいまだに続いている面があり、価格情報インフラの面で社債にかかる取引情報の報告・発表制度が新たに導入されたものの、低金利環境が長期化する中で社債の売買高及び流動性はそれほど高まっていない現状がある。とはいえ、社債に付されるコベナントのさらなる柔軟な設定や、社債管理補助者制度の活用など、社債市場活性化の流れを継続していくことが重要となろう。また、日銀によるゼロ金利政策解除（2024年3月）以降、「金利のある世界」が回帰するとみられる中での円滑な市場運営も、今後の重要な課題となろう。

目次

1. はじめに
2. 公社債市場の概観と証券界・日証協
 - 2.1. 公社債発行市場の概観
 - 2.2. 公社債流通市場の概観
 - 2.3. 公社債発行市場と証券業務
 - 2.4. 公社債流通市場と証券業務
3. 社債発行の自由化の歴史

- 3.1. 明治期から昭和期にかけての社債発行制度
- 3.2. 1980～1990年代における社債発行制度改革
4. 自由化以降のさらなる社債市場の発展に向けての課題と検討―「社債市場の活性化に関する懇談会」による検討とそれを受けた制度改善
 - 4.1. 「社債市場の活性化に関する懇談会」の設置
 - 4.2. 引受審査の見直し等
 - 4.3. コベナントの付与及び情報開示
 - 4.4. 社債権者保護のあり方の改善
 - 4.5. 社債等の価格情報インフラの整備
 - 4.6. 社債レボ市場の整備に向けた検討
 - 4.7. 社債市場の現状と課題
5. おわりに

1. はじめに

公社債¹市場は、様々な主体（政府、公的機関、民間企業、金融機関、非居住者等）によって様々な形態の各種の債券が発行（公募又は私募）される公社債発行市場及び、多様な投資家によって様々な場（証券取引所又は証券会社店頭市場）において様々な手法（現物の買切り又は売切り売買、現物の買戻し又は売戻し条件付き売買のほか、先物取引・先物オプション取引・店頭オプション取引などのデリバティブ取引も含まれる）によって売買取引が行われる公社債流通市場の総体として構成されている。また、国債を中心とする公共債市場と社債を中心とする民間債市場との間では、市場規模及び制度面での仕組みとその動向・変化及び課題の時代に連れた変化の推移について、両者を合わせた全体として共通の特徴や大きな動きもあるものの、それぞれ個別の動きを示してきている面も多い。それらが、いわば市場のセグメントないしサブカテゴリーごとに分かれている傾向がある。

このため、日本証券業協会（以下「日証協」という。）を中心とする証券界としての公社債市場の発展に向けた取組みを回顧する際には、公社債市場の全体像を描くことを意識しつつも、いずれかのセグメントの動向に敢えて視野を絞ることが適切である。本稿では、このような視角のもと、公社債市場全体を概観した上で、そのうち主として社債市場に着目し、その発展・活性化に向けた制度的な課題が時代的にどのように推移してきたか、それに応じて証券界がどのような取組みを展開してきたかに重点を置いて整理・検討を行うこととする。

¹「公社債」は「債券」とほぼ同義であるが、「公社債」という呼称が定着しているのは、明治時代にまで遡ると、まず政府による債券が「公債」との名称により明治維新直後から発行され、次いで1890年のわが国最初の商法制定以後、株式会社による「社債」の発行が開始されたことを受け、「公債」及び「社債」ならびにその他の債券（地方債や、日本興業銀行（1902年設立）など長期信用銀行が発行する金融債などを含む）の総称として「公社債」という表現が使われてきた、という歴史的経緯によるところが大きい（志村（1980）6～19頁等を参照）。

2. 公社債市場の概観と証券界・日証協

2.1. 公社債発行市場の概観

現在、発行され現存し流通している公社債の種類は、発行体の属性、発行形態などの諸側面から図表1のように整理・分類することができ、多様な種類が存在することが特徴であるが、種類ごとの発行額及び現存額の規模及び比率（2022年度）をみると、国債が8割以上を占め、地方債や政府保証債・財投機関債等を含む公共債全体では9割以上を占めており、民間債のウェイトは全体として1割未満に過ぎず、社債のうち事業会社による普通社債は5～6%程度となっている（図表2）。公共債と民間債の間でのこのような相違は、それぞれにとっての資金調達手段としての位置づけの違いによるところが大きい。政府部門においては税収不足を補う資金調達手段として公共債が主要な手段である一方、民間部門にとっての社債は、同じ直接金融においては新株発行と代替性がある上、間接金融による資金調達のウェイトが、以前と比較すると低下したとはいえ未だに外部資金調達の4割程度を占めている（図表3）ことと表裏一体であることは否定できない。

公社債発行額を長期的な推移でみると、1960年代の高度経済成長期から1970年代にかけては金融債の比率が大きく、国債の比率が上昇するのは1970年代の低成長期及び1990年代のバブル崩壊後長期不況期であり、2000年代以降は80%前後で推移している（図表4）。

図表1 公社債の発行体・発行形態等の種類および
金融商品取引法上の有価証券としての位置づけ

発行体の属性			債券の名称	主な発行形態	金融商品取引法第2条第1項における有価証券としての規定
居住者	公的部門	政府	国債	固定利付債、割引債、変動利付債、物価連動債	(1号) 国債証券
			政府短期証券	割引債	
			政府保証債	固定利付債	
		政府関係機関・独立行政法人	財投機関債	一般担保債券（固定利付債） 資産担保債券（住宅金融支援機構発行MBS等）	(3号) 特別の法律により法人の発行する債券
		地方公共団体	地方債	固定利付債	(2号) 地方債証券
		地方公営企業	地方公社債	固定利付債	(3号) 特別の法律により法人の発行する債券
	民間部門	民間企業（一般事業会社、電力会社、JR（旧日本国有鉄道）、NTT（旧電信電話公社）、日本放送協会、東京地下鉄（旧帝都高速度交通営団）、金融機関を含む）	社債 〔事業債（一般債、電力債、JR債、電電債、放送債、交通債）、銀行社債〕	固定利付債（普通社債）、変動利付債、仕組債、外貨建債 転換社債型新株予約権付社債（旧・新株予約権付社債、旧・転換社債）	(5号) 社債券
		投資法人	投資法人債	不動産投資法人（REIT）債	(11号) 投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資法人債券
		旧長期信用銀行等	金融債	利付債、割引債	(3号) 特別の法律により法人の発行する債券
		会社法上特別目的会社（SPC）	資産担保型債券（社債）	資産担保債（ABS）、住宅ローン担保債（MBS）等	(5号) 社債券
		資産流動化法上特定目的会社（TMK）	資産担保型債券（特定社債）		(4号) 資産の流動化に関する法律に規定する特定社債券
非居住者	外国政府、外国政府関係機関、国際機関、外国民間企業、外国金融機関等	非居住者 国内債	円建外債（サムライ債）	固定利付債、変動利付債、資産担保債、仕組債	(17号) 外国又は外国の者の発行する証券
			外貨建外債（ショーン債）	外貨建債 二重通貨建債（デュアル・カレンシー債、リバース・デュアル・カレンシー債）	

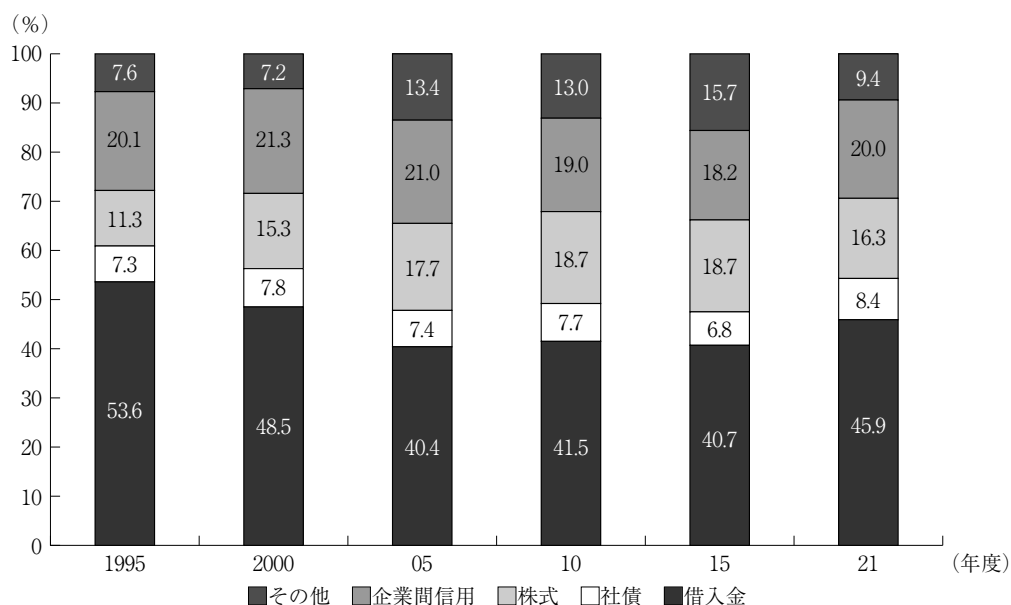
（出所）筆者作成

図表2 公社債の種類別発行額・現存額（2022年度）

			2022 年度中発行額		2022 年度末現存額	
			億円	%	億円	%
公共債	国債	超長期利付国債	367,790	15.5	4,998,217	36.9
		10 年利付国債	373,199	15.7	3,238,740	23.9
		10 年利付国債物価連動国債	9,496	0.4	119,330	0.9
		中期利付国債	692,641	29.1	2,115,474	15.6
		個人向け利付国債	34,184	1.4	125,791	0.9
		国庫短期証券	630,997	26.5	630,997	4.7
		市中公募分小計	2,108,306	88.6	11,228,549	83.0
		日銀応募等	21,979	0.9	43,354	0.3
	(小計)	2,130,286	89.5	11,271,904	83.3	
	地方債	55,270	2.3	639,652	4.7	
	政府保証債	9,481	0.4	197,479	1.5	
	財投機関債	35,291	1.5	435,873	3.2	
	(小計)	2,230,328	93.7	12,544,908	92.7	
民間債	普通社債	128,947	5.4	862,888	6.4	
	転換社債型新株予約権付社債	34	0.0	435	0.0	
	資産担保型社債	0	0.0	884	0.0	
	金融債	10,027	0.4	50,275	0.4	
	(小計)	139,008	5.8	914,482	6.8	
非居住者国内債			11,106	0.5	71,653	0.5
合計			2,380,441	100.0	13,531,043	100.0

（出所）日本証券業協会「公社債発行額・償還額」統計データにより作成

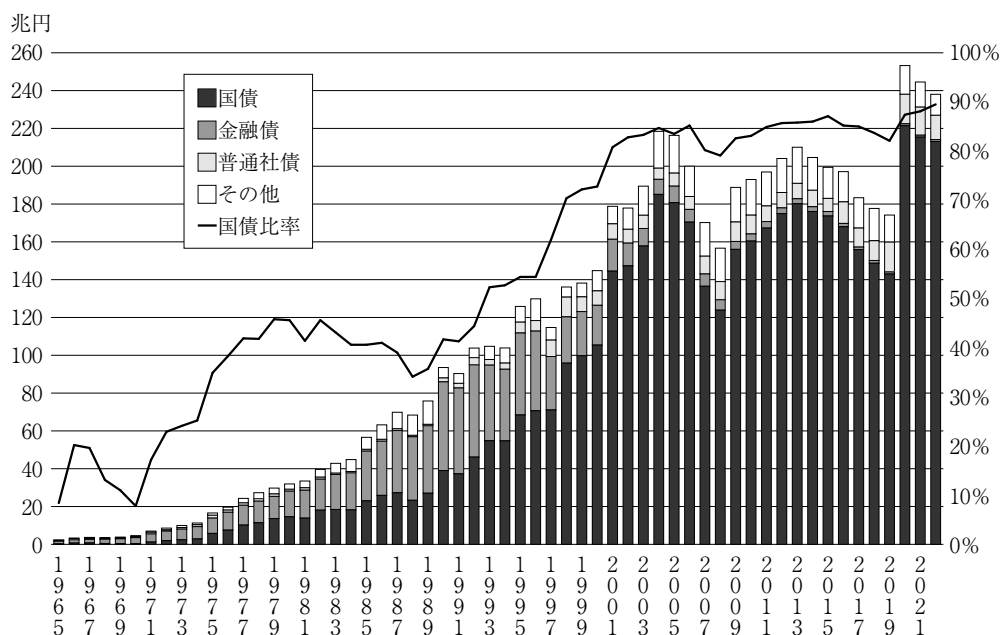
図表3 民間事業会社による外部資金調達比率



（注）日本銀行「資金循環統計」による。年度末残高。

（出所）中島真志・島村高嘉編（2022）『金融読本（第32版）』東洋経済新報社、166頁

図表4 公社債発行額の推移



（出所）公社債市場研究会（2011）巻末統計および

日本証券業協会「公社債発行額・現存額」統計データにより作成。

なお、図表1のように分類できる各種の公社債のそれぞれは、金融商品取引法（以下「金商法」という。）第2条第1項各号で規定される有価証券のいずれかに該当し、発行時及び発行後における発行者による開示規制や、発行時における募集又は売出しの引受けを行う証券会社にかかる行為規制等について、法令・諸規則（日証協規則としては「有価証券の引受け等に関する規則」（以下「引受け規則」という。）等）の対象となる。

2.2. 公社債流通市場の概観

公社債流通市場は、証券会社などの店頭で取引される店頭取引と証券取引所で取引される取引所取引に分けられるが（図表5）、現物債取引について取引所取引と店頭取引における公社債の売買高をみると、歴史的にも長期間、圧倒的に店頭取引の方が高い状況が続いており、近年では取引所取引売買高は皆無に等しい状態となっている（図表6）。

図表5 公社債売買取引の諸形態

	現物取引等			デリバティブ取引
店頭市場	一般売買取引（売切りまたは買切り）			債券店頭オプション取引 （選択権付債券売買取引）
	現先取引（条件付債券売買取引）		} 広義の債券レポ取引	
	債券貸借取引	現金担保付		
		その他		
取引所市場	東京証券取引所上場銘柄売買取引			国債先物取引
	TOKYO PRO-BOND Market 上場銘柄 ¹⁾ 売買取引			国債先物オプション取引

1) 金融商品取引法上の「プロ向け市場制度」に基づく市場（2012年開設）。柔軟な開示（英語開示可、米国会計基準または国際会計基準に基づく開示可）による機動的な発行（発行予定期間・発行限度枠を設定）が可能。内外企業による社債、外国政府による国債、外国の者の発行する特定目的信託の受益証券等の上場が可能。

（出所）筆者作成。

図表6 公社債の売買高（2022年度中）

公社債店頭売買高（2022 年度中）							東京証券取引所売買高			
			兆円	%	一般売買高		現先売買高		(2022 年度中) 億円	
			兆円	%	兆円	%	兆円	%		
公共債	国債	超長期利付国債	13,365.2340	35.619	504.0524	17.196	12,861.1816	37.180	普通債	0
		長期利付国債	13,472.5974	35.905	689.3371	23.516	12,783.2603	36.955		
		中期利付国債	5,362.6386	14.292	527.2822	17.988	4,835.3564	13.978		
		割引国債	0.0006	0.000	0.0006	0.000	0.0000	0.000		
		国庫短期証券	5,277.6113	14.065	1,177.4763	40.169	4,100.1350	11.853		
			37,478.0819	99.880	2,898.1486	98.869	34,579.9333	99.966		
	公募地方債		12.5793	0.034	10.6836	0.364	1.8957	0.005		
	政府保証債		8.7821	0.023	2.8269	0.096	5.9552	0.017		
	財投機関債		6.2941	0.017	3.7292	0.127	2.5649	0.007		
民間債	普通社債		14.4889	0.039	13.0794	0.446	1.4095	0.004	転換社債型新株予約権付社債	55.46
	資産担保型社債（特定社債）		0.0145	0.000	0.0145	0.000	0.0000	0.000		
	金融債		0.5390	0.001	0.5390	0.018	0.0000	0.000		
	転換社債型新株予約権付社債		0.0141	0.000	0.0141	0.000	0.0000	0.000		
非公募債（地方債およびその他）			1.2868	0.003	1.1799	0.040	0.1069	0.000		
非居住者国内債（円貨建外債）			1.0802	0.003	1.0802	0.037	0.0000	0.000		
合計			37,523.1609	100.000	2,931.2954	100.000	34,591.8655	100.000		
			(100%)	／	(7.8%)	／	(92.2%)	／		

（出所）日本証券業協会「公社債店頭売買高」、東京証券取引所「統計月報」により筆者作成

これは、①公社債は発行銘柄が非常に多く、これらを全て取引所に上場することは事実上困難であること、②公社債の取引においては、売方・買方の売買内容が複雑で多岐にわたることが多く、そのようなニーズを充足する取引相手を取引所で瞬時にを見つけることは困難であること、③公社債の取引の多くを占める法人投資家による売買は取引単位が大きく、複数銘柄を組み合わせた複雑な取引も多いこと等が、理由として挙げられる。特に、公社債の取引は取引形態を標準化する必要がある取引所取引には馴染みにくく、相対交渉をベースに取引条件を決めながら売買を成立させる店頭取引による方が円滑に進む面が大きい。

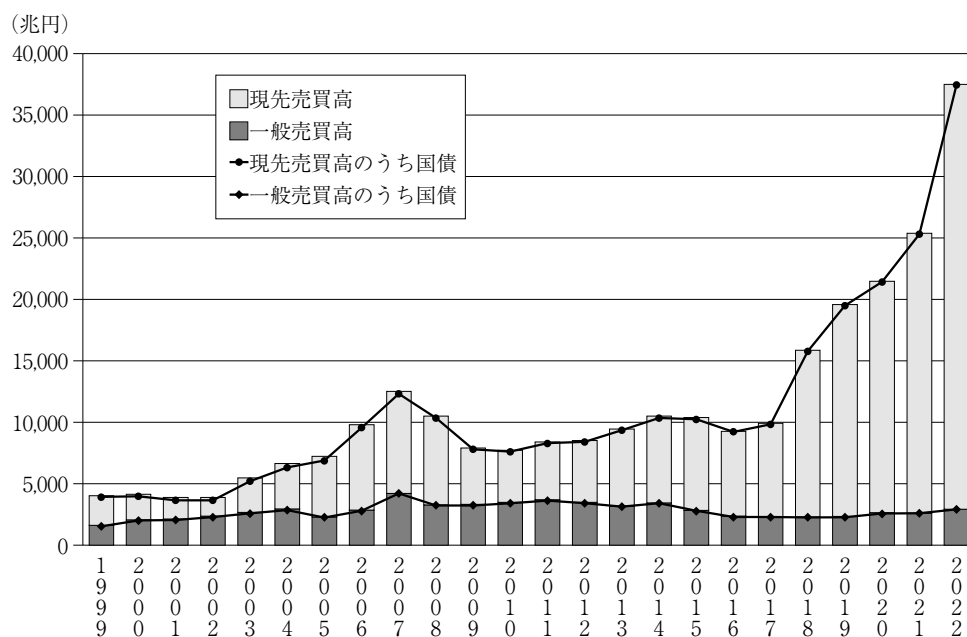
公社債売買取引、特に現物売買にかかる手法としては（図表5）、投資家のニーズに応じて公社債の買切り又は売切りを行う一般売買の他に現先取引があり、これは、同種・同量の

公社債を将来の所定期日に所定の価額で買い戻すこと又は売り戻すことを内容とする特約付きで現時点における売買取引を行うことであり、「条件付売買取引」とも呼ばれる。

なお、現先取引は、投資売買時点から反対売買期日までの期間にかかる短期金融取引（資金運用又は資金調達）の手段として用いられる。これと形式は異なるものの経済的機能としては同等の取引形態として、現金を担保とする債券の貸借取引（現金担保付き債券貸借取引）がある。これら二つを合わせて「債券レポ取引」と呼ぶ場合もある。

公社債の現物売買高を種類別にみると、一般売買においても現先売買においても国債がほぼすべてを占めている（図表6及び図表7）。これは、困難な財政状況が継続する中で国債発行残高の拡大が続いている上、2013年以降、日本銀行による質的・量的金融緩和方針による国債買入れが続いてきた中で、機関投資家の間で国債を用いた短期金融取引的な売買が継続的に行われてきたことなどによるものとみられる。

図表7 公社債店頭売買取引高の推移



（出所）各年度中月次売買高の合計値。日本証券業協会「公社債店頭売買高」統計データ（2018年以前は「公社債種類別店頭売買高」統計データ）により作成。

2.3. 公社債発行市場と証券業務

2.3.1. 国債の発行

現在、国債の発行は、①価格競争入札方式を中心とする市中発行、②個人向け販売、③借換債にかかる日銀乗換の3つの方式によって行われている。国債の市中発行に当たっては、公募入札により市場実勢を反映した条件設定が行われている。入札に参加できる者は、銀行、協同組織金融機関、保険会社、証券会社等のうち財務大臣が定める者（2023年12月現在、国内証券会社44社、在日外国証券会社1社、都市銀行5行、地方銀行61行を含め合計223社）である。

また、国債の安定的な消化の促進等を図ることを目的として、国債市場特別参加者制度が導入されている。国債市場特別参加者制度は、国債入札への積極的な参加など、国債管理政策上重要な責任を果たす一定の入札参加者に対し、特別な資格（非価格競争入札への参加、流動性供給入札への参加、買入消却入札への参加、国債市場特別参加者会合への参加等）を付与することとしており、国債の安定的な消化の促進、国債市場の流動性の維持・向上等を図ることを目的としている。国債市場特別参加者は2023年12月現在、国内証券会社7社、在日外国証券会社10社、及び都市銀行2行の合計19社となっている。

2.3.2. 社債発行の引受け・条件決定と開示

社債発行は、間接発行と直接発行に大別され、前者は発行者と社債権者の間に仲介者が介在する発行方法であり、後者はそれが介在しない発行方法である。通常、事業会社が不特定多数の投資家から大量の資金調達を行う際には、仲介者として証券会社の役割が重要であるため、間接発行が採用される。その際、仲介者は、社債の募集の取扱いを行うことになる。ここで募集の取扱いとは、発行者以外の者が発行者のために社債の取得勧誘を行うことを指す（なお、私募も同様に私募の取扱いとなる）。また、社債について、募集又は私募の取扱いを業として行うことは、金融商品取引業（第一種）に該当するため、内閣総理大臣の登録を受ける必要がある。金商法上の引受けとは、社債の募集又は私募に際し、①当該社債を取得させることを目的として当該社債の全部又は一部を取得すること（買取引受）、②当該社債の全部又は一部につき他にこれを取得するものがない場合にその残部を取得することを内容とする契約をすること（残額引受）、とされている（金商法第2条第8項6号）。

社債発行会社は、社債の発行を決定した後、発行条件（募集事項）の決定を行う。ここで決定される募集事項は、主に①募集社債の総額、②各社債の金額、③利率、④償還の方法・期限、⑤利息支払いの方法・期限、⑥各社債の払込金額、⑦払込期日などである。ここで、募集社債の総額を決定する際、金商法上の発行登録制度の採用が認められている。この制度では、適格要件を満たす発行会社の場合、発行登録書を提出しておくだけで、一定期間内に社債発行予定額の範囲内で機動的に社債発行が可能になる。

募集事項が決定すると、募集社債に関する申込みと割当の手続きが行われる。つまり、社債の取得の申込みをしようとする者に対して、発行会社は、その商号や当該決定事項を通知したうえで、申込者の中から募集社債の割当を受ける者とその金額などを定め、払込期日までに申込者に通知する。ただし、募集社債の発行の際、その全部を引き受ける契約が結ばれた場合、申込みと割当にかかる手続きは不要である。また、当該社債発行が金商法上の開示規制に該当し、有価証券目論見書が交付される場合、上記の通知の手続きは不要である。

これら一連の社債発行においては、引受証券会社、とりわけ主幹事証券会社が重要な役割を担うことになる。なかでも利率などの発行条件の決定は重要である。発行条件が投資家にとって魅力のないものであると、売れ残り（募残）が生じ、その処理が引受証券会社の負担となるからである。しかし、かつては主幹事獲得競争の過熱や主幹事関係維持のため、社債の利率の設定が市場実勢に比して低くなる傾向があることが指摘されていた。このため日証協は、証券会社が引受を行う際、適正な条件決定を行うこととし、ブックビルディング及び

プレマーケティングの手続きを引受け規則において定めている。ブックビルディングとは、引受証券会社が社債発行会社の信用力や流通利回りなどを勘案して仮条件を決定したうえで、投資家の需要調査を行い、その結果を踏まえて発行条件を決定する方式である。また、プレマーケティングとは、有価証券届出書又は発行登録書の提出後に、引受証券会社が投資家に対して、発行条件にかかる水準について意見聴取を行う方式である。実際には、プレマーケティングによって発行条件が決定されることが一般的であるとされている。

2.4. 公社債流通市場と証券業務

2.4.1. 売買の取引及び仲介

店頭取引は、取引所取引のように一定の場所に投資者の取引ニーズを集中することなく、各証券会社等の店頭において当事者間の話し合いにより決定される自由な取引であり、その意味では、各証券会社等のそれぞれの店頭が市場であることから、店頭市場は無数に存在するといえる。店頭市場においては、証券会社等が、顧客による公社債の売り注文を一旦受けて買い取り、その後、他の顧客に転売することになる。また、顧客による公社債の買い注文に対しては、手持ちの在庫や他のブローカーからの調達などで応じることになる。このように、証券会社等が、一旦顧客の相手方になって売買を行うことを「仕切り売買」といい、公社債市場における主要な売買形態となっている。

2.4.2. 店頭売買取引価格の報告と公表

公社債の店頭市場での売買取引は、第三者がそこで取引される価格を把握することは困難である。一方、公社債の取引の大半を占める店頭取引の価格などの情報を広く知らしめることは、公社債の取引の円滑化、公正な価格形成の実現、最良価格での執行機会の提供に資することになるなど、投資者保護の観点からも重要な事項であり、公社債市場の発展のためには欠かせない要件である。

店頭取引の売買価格は、売買当事者間の自由な取決めにより決定されるのが原則であるが、公社債の店頭売買を公正かつ円滑なものとするため、各証券会社などが社内ルールに基づいた公正な価格で取引を行うことが、日証協の自主規制規則「公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則」（以下「公社債規則」という。）で定められている。また、店頭市場における価格公示機能を拡充するため、日証協から、証券会社などの報告に基づいて、毎営業日、公社債店頭売買参考統計値が公表されている。

なお、金融機関間の店頭取引は、仲介業者を通じて行われることも多く、そこでの取引価格が仲介業者から公表されている。

3. 社債発行の自由化の歴史

公社債市場のうち社債市場は、企業の資金調達手段として経済的役割は大きいものの市場規模は小さい状況が歴史的に続いてきた。その大きな要因として、日本の金融・資本市場全体の構造が間接金融主体であり、また、金融・資本取引の在り方に対する様々な規制が強固であったことが挙げられる。そのような中、社債市場の在り方の改善、特に制度的自由化を

目指す取組みが地道に行われてきた歴史があり、それを回顧する意義は大きいといえる。

3.1. 明治期から昭和期にかけての社債発行制度

1890年に我が国最初の商法が制定された。この商法では株式と社債の区別はあいまいであったが、これを契機に1890年代から、鉄道や紡績等、当時の代表的な業種の企業による社債発行が開始された。この時期にはまた、日本興業銀行や日本勧業銀行など長期信用銀行が企業向け長期貸付の原資調達のために行う金融債の発行も始まった。1910～1920年代(大正期から昭和初期)には、日本経済の重化学工業化の進展を背景として企業の社債発行も増大したが、その中で、経営不振にもかかわらず安易に社債発行に頼る企業も散見され、また無担保社債が大半を占めていたこともあって、昭和恐慌時(1930～1931年)にデフォルトが多発する一因ともなった²。

担保付社債信託法(1905年制定)に基づく担保付社債については担保の受託会社の主導によりデフォルトへの対応が比較的順調に進められた一方、無担保債は処理方式が不明確であったことを背景に、1938年商法改正により、それまでは発行時における事務代行が主な業務であった「募集の受託会社」の権限が拡大・強化され、同時に制度として導入された社債権者集会にかかる権限と義務が付与された。このこともあり、1930年代には社債の原則有担保化及び減債基金制度の導入(償還の確実性を高めることが目的)を中心とする動きが、主として日本興業銀行の主導のもとに進行した。これが「社債浄化運動」と呼ばれるものであり、商法に基づく「募集の受託会社」及び担保付社債信託法に基づく「担保の受託会社」の二つの面で金融機関が社債発行に大きな影響力を有するという、第二次世界大戦後にも長らく続くあり方の発端となった³。

また、1930年代以降、戦時体制が徐々に強まる中で、資金配分の面からも社債発行への規制が強まり、1940年に大蔵省、日銀、興銀等の首脳による「起債計画協議会」が設置され、発行銘柄の選定や発行総額の決定等を統制的に行うようになった⁴。

戦後初期における社債発行は、企業金融全般が、日銀信用膨張を基盤とする都市銀行等によるオーバーローン及び長期信用銀行による金融債を原資とする長期資金供給という間接金融優位の構造の中で展開されていく中、限定的な資金調達手段として行われざるを得なかった。社債発行手続きに関しては、戦前の「起債計画協議会」を引き継いで1949年に「起債懇談会」及び「起債打合会」が設置され、後者(日銀、受託銀行、興銀と大手証券会社4社の担当者で構成)において毎月の発行銘柄及びそれらの発行額・発行条件が決定されたが、発行銘柄は「日銀適格担保社債」、すなわち金融機関が日銀借入れを受けるための担保とする社債として日銀が適格と認めるものに限定されていた⁵。1948年の証券取引法改正により、社債の引受けは証券会社の専業となった(同法65条)が、証券会社は募集の受託会社にはなれなくなった(同法45条)。戦前からの商法及び担保付社債信託法の規定に基づいて銀行

² 志村(1980)12～22頁。

³ 同上64～66頁。

⁴ 同上105頁。

⁵ 同上167～170頁。

が募集の受託会社及び担保の受託会社として権限を有する中で、証券会社が引受機関として独自の力を発揮する余地は限られていたとの指摘もある⁶。

「起債懇談会」は1956年に廃止され、「起債打合会」は民間の起債関係者（大手証券会社及び受託銀行）による自主的連絡・調整機関となった（1968年に「起債会」と名称変更された）が、実態としては主要な受託銀行⁷の意向に沿った運営が行われていた。起債の可否及び起債額等の調整を行う際の基準としては、発行体ごとの起債実績や資本金、純資産額といった量的基準に加えて、自己資本比率、純資産倍率、インタレスト・カバレッジ・レシオ等の財務指標が質的基準として用いられ、また、量的基準に基づく社債のランク分けである「起債会格付け」が1950年代末に設定された。このような慣行が、「社債発行の適債基準」と呼ばれることとなっていった。適債性の質的基準としてどのような財務指標を用いるか、財務指標ごとの適債性の閾値をどう設定するかについては、1960年代から1970年代にかけて数次に渡り見直し（緩和）が行われた⁸。

3.2. 1980～1990年代における社債発行制度改革

1970年代以降には、日本経済の低成長時代への移行に伴う国債の大量発行の継続を受けて、国債の発行市場・流通市場の両面において自由化・弾力化が進展し、金利体系の自由化も始まった。また、国際金融・資本市場における自由化、特に各国の規制が原則として及ばない自由な市場である当時のいわゆる「ユーロ市場」の成長を背景に、1980年代後半には我が国企業による海外での社債（普通社債及びエクイティ関連債）発行が増大していった。このような変化を受け、国内社債市場のあり方にかかる検討・見直しが進められるようになった。その一つの大きな成果が、1986年12月に公表された証券取引審議会（以下「証取審」という。）公社債特別部会報告書「社債発行市場の在り方について」である⁹。そこでは、①有担保原則の見直し（適債基準及び財務制限条項の見直し、格付け制度の充実）、②起債の仕組みの改善（プロポーザル方式の導入による発行条件の競争的決定及び発行時期の弾力化）、③受託制度のあり方の明確化、④引受業務のあり方の改善、⑤社債多様化の推進、⑥社債発行限度の見直しなどが提言された。これを契機として1980年代後半から1990年代にかけて、社債発行制度にかかる様々な制度改革へ向けた具体的な検討が各方面で進められ、順次実施されていった。

3.2.1. 無担保社債の発行と財務制限条項の設定

戦後の社債発行再開以来、ほぼすべての社債が担保付で発行されていた。これは、上述のような昭和初期における「社債浄化運動」以来の慣行が根強かったことによるところが大きい。海外市場では無担保社債が一般的となっていることとの対比において、財務内容の良

⁶ 小林（2017）325頁。

⁷ 志村（1980）234頁によると、興銀、三井、三菱、富士、住友、三和、第一、勧銀からなる「八行会」が存在したとされる。

⁸ 同上235～236、307～311頁、内藤（1995）24頁、松尾（1999）66頁。

⁹ 資本市場研究会編（1987）

い企業にとって有担保社債は発行コストを高めることになるほか、企業が担保付社債信託法上の担保として十分な物件を持っていないものの業績は好調な場合に起債が制約される等の指摘があり、無担保社債の国内発行の実現が課題となっていた¹⁰。

その検討過程では、担保を留保することと一般的な銀行借入債務との関係を財務制限条項においてどう扱うかが大きな問題となった。海外民間企業による国内普通社債(サムライ債)発行にかかる適債基準及び財務制限条項(1979年2月に「海外民間企業の円建債に関する考え方」として取りまとめられた)を踏まえて検討が進められ、1984年12月に「無担保公募事業債に関する考え方」が取りまとめられた。そこでは、財務指標(純資産額、自己資本比率、純資産倍率、使用総資本事業利益率、インタレスト・カバレッジ・レシオ、配当率)に基づく適債基準と併せて、財務制限条項の標準的内容(モデル)が示された。それらは①追加債務負担制限、②配当制限、③利益の維持、④担保提供制限、⑤その他であった。このうち担保提供制限(ネガティブ・プレッジ)条項については、原則として「発行会社は、本社債発行後、他の債務のために担保権を設定する場合には、本社債のためにも同順位の担保を設定しなければならない。」と規定することとされており、パリパス(同順位)の範囲が社債間限定同順位に限定されない債務間限定同順位とされている点が特徴である¹¹。これを受け1985年1月に国内事業会社による戦後初の無担保普通社債国内発行が実現した。

3.2.2. 社債発行限度額の撤廃

商法には1890年制定時から社債発行限度額にかかる規定(資本及び準備金の総額又は純資産額のいずれか少ない額)が盛り込まれていた。ただし、発行体の業種等を限定した個別の業法や特例法による発行限度額にかかる特例措置は戦前から実施されており、戦後にも引き継がれていた。また、1977年には社債発行限度暫定措置法が制定され、担保付社債、転換社債、外債に限定して発行限度額が商法規定の2倍に拡大されたが、発行限度額にかかる規制そのものの存在が企業金融全体にとっての制約となっていた。1991年には、商法改正により限度額規定が純資産額に一本化されるとともに、社債発行限度暫定措置法の改正も併せて行われ、同法の対象債券に新株引受権付社債が追加された。この1991年商法改正に至る検討過程では、社債発行限度額規制についてだけでなく社債の受託制度の見直しを含む社債法にかかる全面見直しという観点からの議論も行われたが、前者に関しては上述の通り発行限度額の拡大及び対象債券の追加にとどまり、後者に関する改正は行われなかった。

その後における社債発行限度及び受託制度の見直しにかかる検討の過程では、証券界としての要望事項の説明等、関係各所(法務省、法制審議会商法部会社債法改正検討小委員会の

¹⁰ 加藤(2001) 129～130頁

¹¹ 永田(1985) 11～19頁。

学者委員、大蔵省、通産省、経団連等）へ向けた働きかけが、日証協及び公社債引受協会¹²が中心となって1991年から1993年にかけて積極的に行われた¹³。

1993年6月、商法等の一部を改正する法律が成立・公布され、懸案であった社債発行限度規制の撤廃が実現した。また、社債受託制度にかかる抜本的改正も行われ、後述のように社債管理会社制度が導入されることとなった。なお、同法は1993年10月1日に施行された。

3.2.3. 募集の受託制度の見直し・社債管理会社制度の導入

上述の1993年商法改正により、従来の社債受託制度の抜本的な改革が行われた。従来の「社債募集の受託会社」の名称を「社債管理会社」に改めるとともに、①社債管理会社を原則として強制設置とし、その資格を銀行、信託、担保付社債信託法上の免許を受けた会社等に限定すること、②社債管理会社の業務を発行後の社債管理に限定すること、③社債管理会社の権限・義務・責任を明確化すること等が定められた。これにより、従来は社債募集の受託会社が行っていた発行時の事務代行業務は社債管理会社の本来業務とされず、発行後の社債管理業務に限定された。

この法改正の結果、社債の受託会社が個別の発行会社の社債発行に関与する余地は法律上取り払われ、従来の社債受託制度の個別発行体に対する規制者的な役割は終焉した。この改正法の施行により、市場では次のような変化が生じた。まず、従来は受託銀行が徴収していた手数料は社債管理手数料と改称され、かつ引き下げられた。また、社債管理会社の強制設置に例外規定（社債券面が1億円以上の場合など）が設けられたことによって、社債管理会社を設置せず、財務代理人だけを設置するいわゆる「社債管理会社不設置債」が増加し、一般化していった¹⁴。

3.2.4. 適債基準の撤廃及び財務制限条項の自由化

上述（3.2.）のような経緯で戦前に公的規制として誕生し、1950年代以降に市場慣行として運営されてきた社債適債基準は、1986年証取審報告において、社債の無担保での発行を可能にするための緩和が強く提言され、また、量的基準・質的基準に基づく画一的なあり方を見直し、民間格付機関による一定以上の格付けを得た企業による無担保社債発行を可能にすることが適切とも言及されていた。証取審はその後、1990年6月に公表した基本問題研究会第2部会報告「国際的な資本市場の構築を目指して」においても、適債基準はできる限りすみやかに撤廃する方向で見直すべきと指摘した。これを受けて1987年に行われた緩和

¹² 社団法人公社債引受協会は、公社債引受業務及び公社債発行市場の健全な進歩発展を図り、国民経済の適切な運営に資することを目的とし、証券取引法による有価証券の引受及び売出を行う業務の免許を受けた証券会社を会員として1956年に設立され、公社債制度の調査及び研究、公社債引受業務及び公社債発行市場の調査及び研究、関係省庁その他関係機関に対する建議、答申及び連絡等の事業を行ってきたが、1998年、公社債市場の自由化がほぼ完全に達成されるに至ったこと等にかんがみて解散し、公社債発行市場にかかる基礎的情報・資料の整備等の機能は日証協に継承された。同協会の活動経過等の詳細については、加藤（2001）を参照されたい。

¹³ 加藤（2001）208～211頁。

¹⁴ 松尾（1999）95～104頁。

で格付基準が導入され、1990年には従来の数値基準を廃止して格付基準に一本化されることとなった。

さらに1995年3月、大蔵省による規制緩和策の一環として「社債の適債基準等の撤廃等について」が公表され¹⁵、1996年1月1日に適債基準を撤廃するとともに、財務制限条項を自由化することとされた。その主要な点は、①まず社債発行の入り口規制であった適債基準を撤廃することとし、②今後は社債発行に際し、格付け取得の有無及び内容を有価証券届出書、目論見書等の開示書類に記載することが義務付けられた。また、③無担保での社債発行について画一的に義務付けられていた財務制限条項に関するルールを撤廃して自由化するとともに、名称を「財務上の特約」と変更して、その内容を開示書類に記載すること等であった¹⁶。これにより社債発行企業と社債権者は、それぞれ、資金調達方法の多様化、運用対象並びに運用機会の拡充というメリットを享受する一方、よりの確で迅速な情報開示が求められるとともに、投資の自己責任原則という新たな責任を負うこととなった。また財務上の特約の多様化により、投資家自身の自己責任原則にもとづいた信用リスクの管理が広く求められることになった¹⁷。

3.2.5. プロポーザル方式の導入

上述（3.1.）の「起債会」による社債発行の仕組みの問題点として、上述（3.2.）の1986年証取審報告等において、発行条件の設定が画一的・硬直的となっており発行会社間の信用力や金利の市場実勢の差が十分に反映されないこと等が指摘され、引受証券会社の自由な競争の下で発行会社との間での個別交渉を通じ発行時期、発行条件を決定する「プロポーザル方式」の導入が提言されていた。同方式は1987年5月よりNTT債、同年10月には電力債など一般担保銘柄へ、さらに1988年4月には普通社債全銘柄へと適用対象が拡大された。これによって従来の起債会は事実上、機能を失うこととなった¹⁸。

4. 自由化以降のさらなる社債市場の発展に向けての課題と検討―「社債市場の活性化に関する懇談会」による検討とそれを受けた制度改善

4.1. 「社債市場の活性化に関する懇談会」の設置

以上のように1980年代後半から1990年代前半にかけて進められた制度改革を背景とし、社債市場のあり方は大きく変化し、発行者に関する必要な情報等が十分に開示され、それを基に仲介者相互間の自由かつ公正な競争により社債の発行条件や流通価格が決定されるとともに、発行者及び投資者の双方のニーズにこたえて新しい工夫が加えられ多様な商品性を持つ社債が発行されるようになる基盤が整えられた。これを受けた市場動向を1990年代末か

¹⁵ これに先立って1995年1月に大蔵省により適債基準の基本的見直しについての公聴会が開催され、証券界からは日証協、公社債引受協会、国内大手証券会社及び外国証券会社の引受担当責任者が出席して意見表明を行った（加藤（2001）215頁）。

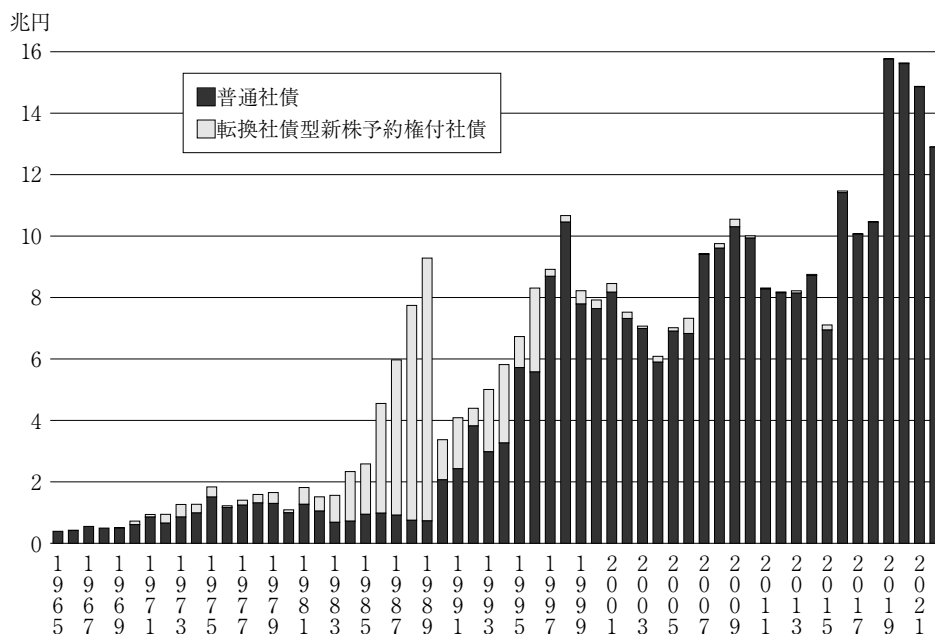
¹⁶ 内藤（1995）10～25頁、加藤（2001）215～216頁。

¹⁷ 三浦（1999）218～219頁。

¹⁸ 松尾（1999）82～84頁、加藤（2001）176～177頁、公社債引受協会（1996）14頁。

ら 2000 年代について見ると、特に普通社債発行額について、1998 年度には 10 兆円を超えて既往最高額となり、その後も概ね 6 兆円を上回る発行が行われている（図表 8）。

図表 8 社債発行額の推移



（出所）公社債市場研究会（2011）巻末統計および日本証券業協会「公社債発行額・現存額」統計データにより作成。

ただ、企業による資金調達手段全般における位置づけとしては、社債は依然として小規模にとどまっている上（上掲の図表 3 を参照）、発行会社は信用格付けが高い一部の企業に限られ、格付けが相対的に低い企業は投資家の需要等の観点から社債発行が難しい面があった。さらに、社債の流通市場の流動性は低く（図表 9）、流通市場の価格情報インフラについても透明性が諸外国と比較して十分ではないとの指摘もなされる状況にあった。

(兆円)

Year	Amount (Billion Yen)
1968	7
1969	8
1970	9
1971	10
1972	8
1973	9
1974	10
1975	11
1976	12
1977	13
1978	11
1979	12
1980	12
1981	16
1982	18
1983	20
1984	21
1985	22
1986	22
1987	23
1988	22
1989	22
1990	44
1991	55
1992	68
1993	80
1994	58
1995	51
1996	52
1997	28
1998	35
1999	40
2000	35

このような背景をもとに、わが国社債市場の活性化を図ることで金融・資本市場の機能強化及び安定化、企業の中長期の資金調達手段及び投資家の運用手段の多様化に資することを目的とした検討及び制度改善を目指し、2009年7月に日証協に「社債市場の活性化に関する懇談会」（座長・福井俊彦キヤノングローバル戦略研究所理事長。以下「社債懇」という。）が設置された。社債懇では、証券会社、銀行、発行会社、機関投資家のほか、オブザーバーとして金融庁、財務省、経済産業省、法務省、日本銀行も参加し、市場横断的なメンバーによる検討が行われるとともに、「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」を設置して集中的な議論を行ったほか、同ワーキング・グループ事務局により2010年2月に米国・欧州の社債市場にかかる調査も実施された。それらを踏まえ、2010年6月に社債懇報告書「社債市場の活性化に向けて」（以下「社債懇2010年報告書」という。）として、社債市場の活性化に向けた諸課題が取りまとめられた。その内容は、発行市場、流通市場、市場インフラ及び市場慣行の3つの分野における多くの論点にわたっているが、中でも特に重要と考えられる以下の4つの課題については、より深度ある議論を行うこととし、そのための4つの部会が2010年夏に設置された。すなわち、①証券会社の引受審査の見直し等（第1部会：部会長・野村修也 中央大学法科大学院教授）、②コベナンツ¹⁹の付与及び情報開示等（第2部会：部会長・神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授）、③社債管理のあ

148

り方等（第3部会：部会長・神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授）、④社債の価格情報インフラの整備等（第4部会：部会長・吉野直行 慶応義塾大学経済学部教授）である。各部会での検討は2010年夏から2012年春にかけて精力的に行われ、その成果が2012年7月に社債懇報告書「社債市場の活性化に向けた取組み」（以下「社債懇2012年報告書」という。）として取りまとめられた。

以下では、これら4つの課題に関する各部会における検討内容及びそれに基づいて実施された制度改善等の重要点について概観する。

4.2. 引受審査の見直し等

証券会社の引受審査の見直し等をテーマとして掲げた社債懇第1部会では、まず、社債の機動的な発行を制約する市場慣行（社債の発行条件の決定から払込みまでの間に四半期報告書の提出がある場合には社債の発行を避ける傾向にあることに加え、四半期報告書提出後も証券会社では引受審査に当たって一般的に慎重な対応となっていることから、社債の起債可能期間の制約・起債の集中化が生じ、機動的な発行が制約されていること等）の解消に向け、発行登録制度のもとでの証券会社の引受審査について検討を行った。その結果、投資家保護の観点から内容の充実を図りつつ、より機動的な発行が確保されるよう、従来の実務慣行を見直し、2011年5月、日証協において「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」が取りまとめられ、公表された。

また、財務諸表等に対する引受審査のあり方に関する検討も行われた。元引受証券会社は監査証明を受けた財務諸表等に重要な事項の虚偽記載等があった場合には金商法上の損害賠償責任を負う可能性があるが、元引受証券会社が果たすべき金商法上の「相当な注意」の意義がやや不明確な状況にあるため、引受審査が過度に保守的なものとなり、機動的な発行が阻害される一因となっているとの指摘があった。そこで、元引受証券会社は監査人の監査証明の適切性を疑がわしめるような事情の有無を確認することに主眼を置くことが合理的かつ実務的と考えられるという整理を行い、それに基づいて2012年5月、日証協において「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」が取りまとめられ、公表された。

社債懇2012年報告書公表時点での成果は以上であるが²⁰、その後、証券会社が社債の募集の引受けを行う際の需要の把握、条件決定及び販売等の一連の手続きにかかる透明性の一層の向上を図ることを目的として、2019年12月、「社債等の発行手続に関するワーキング・グループ」が設置され、発行条件決定プロセスの見直し、均一価格リリース宣言の実務の見直し等にかかる検討が行われた。その検討結果を踏まえ、2020年11月、日証協によって「社債券等の募集に係る需要情報及び販売先情報の提供に関する規則」が制定された²¹。

4.3. コベナントの付与及び情報開示

コベナントの付与及び情報開示等をテーマとして掲げた社債懇第2部会では、信用リスク

²⁰ 村上（2012）20～25頁。

²¹ 宮脇ほか（2020）

が相対的に大きい企業についても社債発行及び投資の拡大を図っていくことが望ましく、そのためには企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じてコベナントが柔軟・適切に設定され、それが社債の発行条件等に適切に反映されるとともに、投資家が社債発行企業の社債やローンのコベナント・債務の状況等の情報を把握することが重要との観点から、検討が進められた。

国内無担保社債にかかるコベナントのうち担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）条項については、上述（3.2.1.）のように1984年以降、当時の適債基準と一体のものとして設定されていた財務制限条項の一般的規定において、パリパス（同順位）の範囲を債務間限定同順位とすることが原則とされていた。しかし、1996年に適債基準の撤廃とあわせて財務制限条項が自由化されて以降、財務上の特約として社債に設定されるコベナントのほとんどは社債間限定同順位の担保提供制限条項であった上、発行会社が社債コベナントに抵触した場合ただちに期限の利益を喪失することが多く、発行会社及び投資家にとって柔軟な対応が行われにくい実態にあった。このような状況を踏まえ、第2部会では上述のような観点から検討が行われ、社債懇2012年報告書において、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じて社債コベナントが柔軟・適切に設定されるよう、発行会社、投資家及び証券会社の参考となるようなコベナントに関するモデルを米国の事例等を参考として例示し、その普及・促進を図ることが適切との提言がなされた。

これを踏まえ、2012年9月、日証協において、①社債の発行に当たって発行会社、投資家及び証券会社の参考となるよう社債コベナントの類型とその具体的な内容を例示した「社債コベナント参考事例集」、②実効性が高くかつ現実的なコベナントの設定となるようコベナントの組合せを例示した「社債コベナント組合せモデル（参考モデル）」、③社債コベナント抵触時に柔軟な対応が可能となるよう規定の具体的な内容を例示した「社債コベナント抵触時の対応に関する規定例（参考モデル）」の3つから構成される「コベナントモデル（参考モデル）」が取りまとめられ、公表された²²。

その後、社債懇2012年報告書に掲げられた課題及びその他社債市場の活性化に向けた課題について検討を進めるため、2013年2月、「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」（主査・神作裕之東京大学大学院法学政治学研究科教授。以下「社債市場活性化WG」という。）が設置され、コベナント・債務の状況等に関する情報開示についての検討を行った（なお、社債市場活性化WGでは、4.4.で後述する社債権者保護のあり方についての検討も行われた）。特に発行企業からの十分かつ適切な情報に基づき投資判断を行い得る環境整備の重要性にかんがみ、発行企業による自主的な情報開示に関する検討が行われ、これを踏まえ、2016年9月、日証協において「コベナントの状況等に係る開示基準及び開示内容の例示等について（コベナント開示例示集）」が取りまとめられ、公表された。

²² 徳島ほか（2012）

4.4. 社債権者保護のあり方の改善

上述（3.2.3）の1993年商法改正で導入された社債管理会社制度は、その後、2005年商法改正により新たに制定された会社法上の規定として引き継がれたが、その際、旧商法上の「社債管理会社」の名称が「社債管理者」と改められるとともに、その責任及び権限が拡充された。具体的には、旧商法上、「社債ノ管理」とは社債管理会社に法律上付与された権限の行使のみを指し、社債管理委託契約等に基づく権限（約定権限）の行使は含まれなかったが、会社法では約定権限の行使が「社債の管理」に含まれ、その行使についても公平誠実義務や善管注意義務を負うこととなった。また、社債管理委託契約の定めがあるとき、社債権者集会の決議なく社債の全部について訴訟行為及び破産・更生手続等に属する行為を行うことができるようになった。

このように、社債管理者には社債の管理に関する広範な権限が与えられることに伴い、その義務や責任、資格要件が厳格に定められているため、その設置に要するコストや担い手の確保が問題となり、実務上は、同条ただし書きの規定（各社債の金額が1億円以上である場合又はある種類の社債の総額を当該種類の各社債の金額の最低額で除して得た数が50を下回る場合には社債管理者の設置が不要とされており、一般的に機関投資家向けの社債は不要の対象となっている。）に基づき社債管理者を設置しない社債（以下「社債管理者不設置債」という。）が多く発行されるようになっていた。このような中、社債管理者不設置債について債務不履行が生じ、社債権者に不利益や混乱が生じる事例が見られたことを受け、社債権者保護の観点から、社債の管理に関する最低限の事務を第三者に委託する枠組みの必要性が指摘されるようになった。

社債懇では、このような背景を踏まえて社債管理のあり方について検討が行われ、社債懇2010年報告書において、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行及び投資の拡大を図っていくためには社債管理者による財務内容のモニタリング機能及び債権保全・回収機能が十全に発揮され、それが社債の発行条件等に適切に反映される環境整備が必要であり、また、発行会社の経営環境の悪化などにより信用リスクが増大した場合に、社債管理者が設置されていないことにより当該発行会社の社債や社債市場全体の信認に動揺が生じることのないような仕組みも検討しておく必要があるとの指摘を行った。これを引き継いで、社債管理のあり方等をテーマとして掲げた社債懇第3部会は、多くの社債が社債管理者不設置債であるという現状の下で、特に信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行を促し社債市場の厚みを高めるとともに、必要な場合には企業の債務再編を機動的に行うことも可能とするためには、適切な社債管理業務の担い手を確保することが必要であり、社債管理のあり方の検討を行う必要があるとの観点から、米国トラスティ制度の調査も含めて検討を進め、社債懇2012年報告書において、社債のデフォルト発生後に社債権者の代理人として債権の保全・回収のための業務を担う「社債管理人（仮称）」の制度を設けることが考えられるとの提言を行った。

この構想の実現に向けた検討を進めるため、2013年2月、上述の社債市場活性化WGが設置された（同WGは、上述4.3.の通り、コベナント・債務の状況等に関する情報開示についての検討も行った）。社債市場活性化WGでは、相対的に信用リスクの大きい企業の社債発行を促進し、併せて投資家の裾野拡大を図るため、社債管理者不設置債を対象に、契約

関係により成立する新たな社債の管理に関する枠組みの創設について議論を行い、2015年3月に取りまとめた報告書「社債権者の保護のあり方について」において、発行会社の財務内容等のモニタリングやデフォルト後の債権保全・回収に関して社債権者をサポートする業務の担い手としての「社債管理人（仮称）制度」の創設を提言した²³。社債市場活性化WGはその後、社債管理人制度に係る「社債要項」及び「社債管理人業務委託契約書（仮称）」の内容等についての検討を進め、その結果を2016年8月に「社債権者補佐人制度に係る社債要項及び業務委託契約について」として取りまとめ、公表した。その際、新たな制度の名称は、従来の「社債管理人（仮称）制度」に替えて「社債権者補佐人制度」とすることとされた。

ただ、社債権者補佐人制度には法的な根拠がないため、社債権者補佐人は債権届出等の社債権者全体の権利保全に資する行為であっても、その行為に際して個々の社債権者の代理人であることを示す必要があることや、裁判所への許認可の申立て等を行うことが困難である（社債権者補佐人が弁護士法人や弁護士である場合には履践可能）など、実務上、期待される役割を十分に果たすことができないことを受け、立法による措置を講ずる必要性が指摘されていた。

こうした社会的要請を踏まえ、2017年4月より開始された法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会において社債の管理の在り方について検討が行われ、2019年2月に「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱」が取りまとめられた。同年12月に成立した「会社法の一部を改正する法律」により、社債の管理の新たな枠組みとして「社債管理補助者制度」が創設され、2021年3月1日付けで施行された。

社債管理補助者は、社債管理者不設置債を対象として設置され、権限及び業務に関しては、社債管理者が社債の管理に必要な権限を包括的に有し、広い裁量をもってそれを行行使することが求められるのに対し、社債管理補助者は総額での債権届出や社債権者の請求に基づく社債権者集会の招集等により、社債権者による社債の管理が円滑に行われるように補助するものと位置づけられるため、社債管理者よりも裁量の余地が限定された権限を有し、その権限に基づく業務を行うものとされている。委託契約に基づく権限と業務については、社債管理者も社債管理補助者も公平誠実義務と善管注意義務を負っているが、社債管理補助者の権限及び裁量は限定されているため、社債管理者であれば公平誠実義務違反とされる行為について、社債管理補助者が必ずしも公平誠実義務違反となるわけではないと解されている。

日証協は、同制度の普及や市場関係者における円滑な導入に資する観点から、2020年11月、社債市場活性化WGの下部に「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」を設置し、社債管理補助者に期待される業務の内容やそのために必要な権限、補助者の業務終了事由や費用・報酬等の取扱いを整理した上で、社債要項及び社債管理補助委託契約書への規定例について検討を行い、2021年6月、「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について」を取りまとめ、公表した。

²³ 神作ほか（2015）

4.5. 社債等の価格情報インフラの整備

4.5.1. 制度の開始と定着

上述（2.4.2.）のように店頭売買が大半を占める公社債流通市場における売買価格情報を収集・公表するインフラは、1965年に公社債引受協会による「公社債店頭気配発表制度」として始まり、1966年に東京証券業協会に引き継がれ、公共債、金融債等とともに社債（事業債）のうち指標性の高さの観点から選定された銘柄について、会員証券会社からの報告に基づき店頭気配（仲値）が週次で発表された。日証協は、1973年の設立時に、この制度の運営を引き継いだ。1977年には、機関投資家向けには指標銘柄の気配値の発表が日次に行われることとなった（一般投資家向けには従来通り標準銘柄について週次発表）。1992年には、制度名称が「公社債店頭基準気配発表制度」に変更されるとともに、対象銘柄の拡大（298銘柄）と日次発表への一本化が行われた。その後も対象銘柄の拡大及び気配報告協会員の拡大、インターネットを利用した発表の開始等が順次行われた。

4.5.2. 新たな動向への対応

1990年代末から2000年代初めには、価格情報インフラをめぐる環境に大きな変化が生じた。まず1998年12月の証券取引法の改正による取引所集中義務の撤廃により、債券価格情報としての取引所の引値の実体的役割は後退していった一方、店頭市場の役割が一段と大きくなり、これを受けて、2000年に公社債店頭基準気配発表制度の対象銘柄が大幅に拡大された。

また2001年3月に金融商品時価会計が本格的に導入されたことにより、時価評価基準としての役割が公社債店頭基準気配に求められるようになった。日本公認会計士協会「金融商品会計に関する実務指針」の2001年3月改正において、店頭において取引されている金融資産（公社債を含む）の時価評価基準としての市場価格とは、「公正な価格を提供するため複数の店頭市場の情報を集計し、提供することを目的として組織化された業界団体（例えば、日本証券業協会）が公表する価格」が第一義的なものであると規定された。このため、日証協が報告を受け公表している価格情報の本来の役割は証券会社と顧客投資家の間での売買の参考に供するものであることを明示的に示すため、2002年8月に、制度の名称が「公社債店頭売買参考統計値」（以下「売買参考統計値」という。）に変更された。

さらに、国際的な動向として、債券全般及びその一環としての社債について流通市場における価格情報にかかる透明性を重視する動きが強まったことも見逃せない。世界各国の証券監督当局や証券取引所、証券自主規制機関等から構成されている国際機関である証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions :IOSCO）が2004年に「社債市場の透明性に関する専門委員会報告書（Transparency of Corporate Bond Markets, Report of the Technical Committee of IOSCO）」を公表した。これは、各国における社債市場の規模及び参加者層の拡大、社債の商品性や取引手法の複雑化などに鑑み、社債市場の価格情報（取引事前情報としての気配値又は取引事後情報としての出来値）をどのように収集しどのように公表することが適切かを各国がそれぞれの実情に即して検討することが重要であると指摘したものであり、米国における社債価格情報インフラであるTRACE制度（Trade Reporting and Compliance Engine）が取引事後情報である出来値を証券会社からの報告に

基づき自主規制機関（当時は NASD、現在は FINRA）が選択的に公表する仕組みであることとの対比で、日本の売買参考統計値発表制度が取引事前情報である気配値の報告・公表のための仕組みである点に特徴があると言及した²⁴。

4.5.3. 社債懇における検討

社債懇 2010 年報告書では、売買参考統計値は広く投資家、市場参加者に利用され、金融・証券市場に必要不可欠なインフラであり、社債の売買の参考価格、担保等の時価評価や、投資信託の基準価格の算定、社債の発行条件決定の参考価格・指標等として広く利用されているが、実勢価格（約定価格、ビッド・オファー等）と乖離しタイムラグがあるなど、その見直しや改善が必要との指摘があったとした上で、①売買参考統計値の信頼性の向上を図るため、指定報告協会員制度の見直し及び報告時限の繰下げ等を行うこと、②社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保するため、米国等の制度を参考にして取引情報の公表制度を創設すること等について取組みを進める必要があるとした。

これを受けて、社債の価格情報インフラの整備等をテーマとして掲げた第 4 部会で更なる検討が行われ、その結果、社債懇 2012 年報告書において、①売買参考統計値の信頼性向上のための具体的な検討事項として、指定報告協会員の指定基準の見直し及び指定報告協会員名の公表、日証協への報告時限及び公表時間の繰下げ等を挙げた。②社債の取引情報の報告及び公表については、日証協の自主規制規則に基づき、証券会社に対し、社債の取引情報の報告を求めるとともに、報告があった社債の取引情報について公表を行う新たな制度の創設を進めることとされた。ただし、社債の取引情報の公表については、それが社債の流動性に与える影響等についての検証を行い、公表対象銘柄、公表方法、公表日等について慎重に検討することとされた²⁵。

これらの実施に向けた必要な措置等の検討を行うため、2012 年 8 月、「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」（主査・野村修也中央大学法科大学院教授）が設置された。同ワーキングにおける検討結果を踏まえ、売買参考統計値の信頼性向上のための施策として、2013 年 12 月、日証協において公社債規則の一部改正が行われ、社債等（特定社債、円建外債を含む）について算出方法・公表時間・管理態勢等を変更することとなった（詳細は後記 4.5.4 参照）。また、社債の取引情報の報告及び公表については、2014 年 3 月、日証協において、公社債規則の一部改正が行われ、「社債の取引に関する報告要領」の一部改正ならびに「社債の取引情報の発表に関する取扱いについて」の制定が行われた。これら二つの規則改正はいずれも 2015 年 11 月に施行された（詳細は後記 4.5.4 参照）。

4.5.4. 売買参考統計値の信頼性向上²⁶

(1) 指定報告協会員の指定基準の厳格化：社債に係る公社債店頭売買参考統計値の信頼性

²⁴ 横山（2004）39～57 頁。

²⁵ 日本証券業協会（2015）73～74 頁。

²⁶ 野村ほか（2015a）

を向上させるためには、社債マーケットの動きを反映した適切な気配値を報告できる協会員を指定報告協会員とする必要があることから、社債等の売買高が上位 20 位以内であること等を指定報告協会員の指定基準に加えることとした。

- (2) 日証協における指導・管理態勢の充実・強化：指定報告協会員から適切な報告がなされるよう、日証協が①毎営業日の報告気配値に適正でない値が含まれていないかについてチェック等を行うとともに、②指定報告協会員の報告態勢に問題が生じていないかについてチェックを行うこととした。
- (3) 公社債店頭売買参考統計値の算出方法の見直し：社債については、報告気配値のバラつきが比較的大きく、マーケットが大きく動いた場合には、平均気配値から大きく乖離した気配値の方がより適切な値である場合も考えられること、及び、異常値は(2)で排除されることから、従来機械的に実施していた報告気配値の上下カットを行わないこととした。
- (4) 報告時限及び公表時間の繰り下げ：社債の気配値報告を行っていない協会員から、報告を行うためには報告時限の繰り下げが必要であるといった声があったことを考慮し、報告時限を 1 時間 15 分繰り下げ、これに応じて公表時間を 1 時間程度繰り下げることとした。
- (5) 公社債店頭売買参考統計値に対する理解の促進：公社債店頭売買参考統計値は売り気配と買い気配の仲値であり、実際の取引価格とは乖離が生じることがある等、公社債店頭売買参考統計値の性質等についてのわかりやすい説明を日証協ホームページ等において充実させることとした。

4.5.5. 社債の取引情報の報告及び発表²⁷

社債市場の更なる活性化を図るためには、社債の取引情報を公表することにより社債の価格情報の透明性を高め、市場の信頼性を確保することが重要であることから、日証協では、2015 年 11 月より、社債の店頭取引における実際の取引価格等を公表することとした。この新しい取組みは、証券会社から日証協に対する取引情報の報告と、日証協による報告された取引情報の公表により成り立っている。

- (1) 社債の取引情報の報告制度：日証協の自主規制規則において、取引当事者の一方となる会員証券会社に対して、社債の取引を行った場合の日証協への報告を義務付けた。報告対象となる社債は、①国内で募集又は売出しが行われたものであること、②国内発行であること、③払込元本、利金及び償還元本の全てが円貨であること等の全ての要件を満たす社債（ただし、短期社債、新株予約権付社債を除く。）である。また、報告対象となる取引には、①毎営業日報告されるもの（取引数量が額面 1 億円以上）と、②日証協への届出により月次の報告が可能なもの（取引数量が額面 1 億円未満。ただし、取引数量が額面 1,000 万円未満の取引は報告を省略可能）がある。
- (2) 社債の取引情報の発表制度：日証協では、対象となる社債の取引情報を証券会社から

²⁷ 野村ほか（2015b）

報告を受けた翌営業日に日証協ホームページにおいて発表しており、発表項目は、①約定年月日、②銘柄コード、③銘柄名、④償還期日、⑤利率、⑥取引数量（額面 5 億円以上か否かの別）、⑦約定単価（額面 100 円当たりの約定単価）、⑧売買の別（証券会社の取引相手方における売りと買いの別）となっている。また、対象となる社債は「銘柄格付が AA 格相当以上であるもの」のほか、2021 年 4 月からは「銘柄格付が A 格相当（A マイナス相当を除く。）で、発行額が 500 億円以上であるもの（劣後特約付きのもの及び残存年数が 20 年以上のものを除く。）」が追加されている。

なお、取引情報の発表基準を満たす社債であっても、公社債店頭売買参考統計値に異常な変動がみられるなどの一定の要件にあてはまる場合には、当該社債の取引情報の発表を停止する措置が設けられている。

また、社債取引情報の発表対象については、定期的に（少なくとも 1 年に一度）検証を行い、必要に応じて発表対象銘柄、発表方法及び発表日等について見直しの検討を行うこととするとされており、毎年開催される「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」において、継続的に見直しが行われている。発表された取引情報の蓄積と分析を経て徐々に発表する内容や対象の充実を図って行くことが流通市場の更なる充実に向けて望ましいというコンセンサスの元で検討が進められていくことは、上述（4.5.2.）の IOSCO による社債市場の透明性向上という国際的指針に照らしても、大きな意義があると言える。

4.6. 社債レポ市場の整備に向けた検討

社債の流通市場面での活性化については、社債にかかるレポ取引を行う市場の整備も、社債懇における検討課題の一つであった。社債懇 2010 年報告書では、社債レポ市場は市場参加者の資金調達・運用手段やフェイルの回避手段としての機能が期待されるが、当時における発行規模では社債のレポ取引のニーズは大きくないとした上で、今後社債の発行規模・社債レポ取引のニーズの拡大に対応できるよう必要な検討を進めておくべきであるとしていた。これを受けて日証協において設置された「社債の決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備に関する勉強会」で実務担当者による意見交換等が行われ、その結果が「社債の決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備に関する勉強会における意見交換について」として 2012 年 2 月に取りまとめられ、社債懇に対して報告された。社債懇では上述（4.1.）の第 4 部会において、この報告も踏まえて議論が行われ、社債懇 2012 年報告書において「社債レポ市場の整備」が提言された。ただし、当時は市場参加者の社債レポ取引に関するニーズが低かったため、社債の取引情報の発表開始後の流通市場の動向等を踏まえ、更なる検討を開始することとされた。

その後、2021 年 7 月、社債の取引情報の発表開始（2015 年 11 月）から約 6 年が経過し、また、複数の証券会社より社債レポ市場の整備についての要望が寄せられたことから、市場参加者における社債のレポ取引に関するニーズ等を把握することを目的に日証協によってアンケートが実施された。その結果、社債のレポ取引に関するニーズはあるとの回答が全体の 4 割（調査対象は証券会社 13 社及び社債の主要な機関投資家 17 社）を占めること等が明らかになった（2021 年 9 月に開催された「社債市場の活性化に向けた合同ワーキング・グルー

プ」資料「社債レポ取引に関するアンケート結果（概要）について」による）。

このような状況を踏まえ、2021年11月から2022年2月にかけて「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」（4.5.3.で上述）において、社債レポ市場の整備に向けた具体的検討が進められた。その結果、社債レポ取引において必要とされる様々な制度及びそのインフラの整備を段階的に進めることを想定した今後の方針が「社債レポ市場の整備に向けた課題対応工程（マイルストーン）」として2022年4月に取りまとめられ、公表された。

4.7. 社債市場の現状と課題

前章後半において述べた、1980年代後半から1990年代前半にかけての時期に行われた一連の自由化措置と、本章前項までにおいて述べた、社債懇設置（2009年）以降における多面的な検討及びそれを踏まえた様々な制度改善との間には、時期には隔たりがあれども、内容面では密接なつながりがある場合が多い。

たとえば、1993年商法改正で社債管理会社制度として導入され、2005年商法改正・会社法制定によって社債管理者制度に引き継がれた社債権者保護の枠組みに関しては、その後、主としていわゆる社債管理者不設置債の増加への対応の面から、2016年に日証協によって「社債権者補佐人制度」が設定され、それを踏まえて2019年会社法改正によって社債管理補助者制度が導入され、2021年に実施されるに至った。また、1996年に社債の適債基準の撤廃及び財務制限条項の自由化が行われた後、実際に社債発行を行う企業の属性（業種、企業規模、業績、信用度等）の幅及び社債の商品性の幅が広がったが、そのような状況も踏まえて、社債発行後における状況の変化に対して柔軟な対応が可能になるようなコベナントの設定及びその開示が進むようにとの意図による様々な参考モデルの作成・公表が、2012年から2016年にかけて行われた。これらの新たな制度的枠組みを活用して、各種コベナントが付され社債管理補助者が設置された無格付の公募社債の発行事例も現れている。

さらに、流通市場において重要な社債価格情報インフラについても、1990年代末から2000年代初めにかけての時期における環境変化（取引所集中義務の撤廃、金融商品時価会計の導入、社債市場の透明性向上に関する国際的な関心の強まり等）を受けて、売買参考統計値発表制度の信頼性の向上だけでなく、社債取引情報の報告及び発表という全く新しい制度の導入を含む大きな改革に向けた検討が行われ、2015年に実施された。

このような歴史的経緯の中に位置づけられる社債市場の活性化に向けた取組みにより、社債市場の量的な規模や質的なあり方は、2000年代以降現在に至るまで、どのように変化してきたであろうか。

まず社債発行額については、上掲（4.1.）の図表8に見られるように、2000年代から2010年代後半にかけて、年度中約6兆円から10兆円程度の範囲内で推移し、2019年度以降は15兆円以上にまで増加している。このような増加については、新型コロナウイルス感染症流行による金融環境の一時的混乱への対応によるところが大きいが、2010年代以降の中期的なレンジでの漸増傾向については、日本銀行による量的・質的金融緩和政策によるいわゆる超低金利環境が長期化する中で、社債発行金利が低水準で推移したことが主因とみられる。こ

のこともあり、大企業（資本金 10 億円以上）においては長期負債における借入及び社債の合計額に占める社債の割合（社債比率）が上昇している（2015 年には 34%程度だったところ、2020 年には 46%程度）との指摘もある²⁸。ただ、企業の資金調達全体の中での位置付けとしては、社債発行のウェイトは借入と比較して低位な状況が継続している（上掲（2.1.）の図表 3 を参照）。また、社債の格付別発行額については、非投資適格（BB 格以下）での社債はほとんど発行されていないのが実情である。

流通市場においては、社債の店頭売買高は上掲（4.1.）の図表 9 に見られるように、2000 年から 2004 年にかけて急増しているが、これは現先売買によるものであり、一般売買に限定すると 2000 年代以降、毎年 10 数兆円程度で推移しており、大幅な増加には至っていない。これは、上述のような金融政策により国債利回りが年限によってはマイナス圏も含め極めて低水準にある上、変動もほとんどない状態が長期化している中、社債の流通利回りが、国債利回りに上乗せされるスプレッドを考慮しても投資妙味に欠ける水準でほぼ固定されてきたことによるところが大きく、また、投資家が社債を新規発行取得時から満期償還まで保有し続ける、いわゆるバイ・アンド・ホールドの傾向がいまだに強いこと、社債を保有する投資家として銀行の比率がいまだに大きいことなどが背景・要因として挙げられる²⁹。

社債市場のこのような現状については、近時、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」においても指摘されており、特に、信用リスクが相対的に高い企業による社債発行の促進も含め企業による資金調達の選択肢として社債の活用を進めていくためには、社債に付与されているコベナントの内容が社債権者保護の観点及び融資との比較において適切かつ十分なものとなっているかが重要な論点となるとしている³⁰。この点について、日証協は、社債が他の債務（銀行借入れ等）に実質的に劣後しデフォルト時の回収率が低いことを踏まえて他の債務との間でパリパス（同等性）を確保するようなコベナントを設定すること、発行会社の信用力や業容等の変化に応じることが可能なコベナントを付与すること（発行会社の経営権の異動等に備えるためのチェンジオブコントロール条項や、社債権者の損失を招く財務活動を抑制するための配当等制限等の付与等）が今後、重要な課題になると捉えており³¹、これまでにコベナントモデル等の作成を行ってきた「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」において引き続き検討が続けられているところである。

なお、長年にわたる社債制度改革の進展にもかかわらず間接金融（中でも銀行借入れ）と直接金融（中でも社債発行）の量的・質的な比較において、前者が優位にある構造が基本的には現在も存在することについて、日本経済の構造的体質そのものの歴史的な根強さが指摘される場合もあるが、間接金融の側においても、1990 年代末における不良債権処理問題及び一部金融機関の経営破綻問題ならびに 2008 年世界金融危機等を受けてプルーデンス政策の導入や銀行の自己資本比率規制の強化等が行われる中で、銀行による与信のリスク管理の在り方が大きく変化してきていることも事実であり、企業の外部資金調達における借入金の

²⁸ 富永（2021）68 頁。

²⁹ 徳島（2021）81 ～ 82 頁。

³⁰ 金融庁（2023）。

³¹ 日本証券業協会（2023）12 ～ 15 頁。

比率は漸減傾向にある（上掲の図表3を参照）。

このことは、企業金融及び資産運用に関するファイナンス理論上、企業と投資家の間に存在する情報の非対称性に起因するエージェンシー・コストの大きさの資金調達手段（内部留保、借入、社債発行、株式発行等）ごとの相違という観点から考えることができる。従来は、企業に対するモニタリング機能は投資家よりも銀行の方が優れているとされ、それゆえに銀行借入れが選好されるという理論が有力であったが、近年、銀行によるモニタリングは企業にとって不利益にもなりうるとの理論も出てきている。銀行がモニタリングによって得た情報を独占することで借り手に対する交渉力を強め、借り手の超過収益を奪う可能性があるため、成長機会が豊富な企業には、銀行への超過収益分配を避けるため他の資金調達手段を選択する動機があると考えられる、とするものであり³²、日本企業の資金調達手段選択について、純資産が豊富な企業、負債比率の低い企業、研究開発費の支出が多い企業ほど、銀行借入よりも社債発行を選択する傾向ないし可能性が高いこと等を示すいくつかの実証研究が報告されている³³。

理論的にこのような可能性があることを踏まえれば、信用リスクが相対的に高い企業による社債発行の促進も含め企業による資金調達の選択肢として社債の活用を進めていくために、社債に付与されているコベナンツの内容を社債権者保護の観点及び融資との比較において適切かつ十分なものとするという方向性は、企業と投資家の間に存在する情報の非対称性を軽減する意義があるといえる。

5. おわりに

我が国の公社債市場における社債は、企業の資金調達手段及び投資家の資産運用手段として重要な機能を持つものでありながら、量的な規模では発行額でも売買高でも国債と比較して非常に小さい状態が長らく続いている。その大きな要因として、発行制度面においては、社債権者保護の観点からは厳格なものの起債プロセスとしては制約の多い規制や慣行（発行銘柄及び発行条件について関係者間で一定の基準に基づき事前調整を行う起債方式、社債の募集及び担保にかかる法律上の受託を行う銀行による起債プロセスに対する実質的な影響力の存在、商法に基づく発行限度規制など）が戦前期に形成され、それが1980年代まで引き継がれていたこと、流通市場面においては、発行市場における厳格なリスクの封じ込めを前提に、社債投資家の多くが新規発行時取得から満期償還まで継続して保有する、いわゆるバイ・アンド・ホールドの傾向が強いことを主因に売買流動性が低い状況が続いていたこと等が挙げられる。

そのような状況を受けて、自由競争に基づく市場原理と自己責任原則を基本としつつ、企業情報及び社債要項等の正確かつ十分な開示及びデフォルト等発生時における社債権者保護の確保を図ることを目的とする制度改善へ向け、証券界を含む市場関係者による慎重かつ精力的な検討が継続的に行われてきた。その進み方は、①戦前から続く厳格かつ制約的な発行

³² 佐野（2019）61頁。

³³ 同上、63頁。

制度・慣行について緩和・自由化を実現することへ向けて、1980年代後半から1990年代前半にかけて、金融・資本市場制度全般にわたる自由化や金融制度改革の一環として取組みが進められた段階と、②そのような自由化が実現した後の2000年代末以降に、自由な市場運営が可能になった中で実務上の諸事情による制約を取り除くとともに、多様な発想による柔軟な市場運営を促進するための様々な工夫を図ることにより市場全体を活性化するための幅広い検討を社債懇の場で行い、それに基づく制度改善を進めてきた段階の、二つの時期に分けることができる。

その成果については、社債発行と銀行借入れの競合において、後者である間接金融が前者を含む直接金融に対して優位な構造がいまだに続いている面があり、流通市場においても、価格情報インフラの面で従来の売買参考統計値発表制度の信頼性向上に加えて社債について取引情報の報告・発表制度が新たに導入されたものの、低金利環境が長期化する中で社債の売買高及び流動性はそれほど高まっていない現状がある。とはいえ、間接金融においても様々な変化が生じている中で、社債に付されるコベナントのさらなる柔軟な設定や、導入されて間もない社債管理補助者制度の活用など、社債市場活性化の流れを継続していくことが重要となろう。

さらに、折しも2024年3月19日、日銀による金融市場調節方針が変更され、2016年以来続けられてきたマイナス金利及び長短金利操作付きの量的・質的金融緩和が解除されることとなったことを受けて、社債市場だけでなく国債を中心とする公社債市場全般において、いわゆる「金利のある世界」への回帰が近づいていると見ることができ、流通市場及び発行市場の両面における価格・金利の水準の変化を伴いつつ円滑な市場運営を進めることも、今後の重要な課題となろう。

引用・参考文献一覧

- ・加藤隼人（2001）『社団法人公社債引受協会史』日本証券業協会気付公社債引受協会史編集室
- ・神作裕之、日本証券業協会企画部（2015）「日証協「社債市場の活性化に関する懇談会」の取組みと展望（4・完）社債権者保護のあり方」『商事法務』第2067号（2015年5月5日）
- ・金融庁（2023）「社債市場について」金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」第24回会合資料
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20230915/05.pdf)
- ・公社債市場研究会編（2011）『戦後公社債市場の歴史を語る』日本証券経済研究所
- ・公社債引受協会編（1996）『公社債市場の新展開』東洋経済新報社
- ・小林襄治（2017）「日本の証券市場の歴史（2）戦後」証券経済学会・日本証券経済研究所編『証券事典』金融財政事情研究会
- ・佐野春樹（2019）「企業の資金調達手段に関する諸議論」財務省『ファイナンス』第648号（2019年11月）
- ・資本市場研究会編（1987）『社債市場の在り方について：証券取引審議会報告』資本市場研究会

- ・志村嘉一編著（1980）『日本公社債市場史』東京大学出版会
- ・徳島勝幸ほか（2012）「社債市場の活性化に向けた取組み（座談会）」『月刊資本市場』第327号（2012年11月）
- ・徳島勝幸（2021）「社債市場の活性化に向けた取組み」『証券経済研究』第113号（2021年3月）
- ・富永健司（2021）「新型コロナウイルス感染症と社債発行の拡大」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2021年夏号
- ・内藤純一（1995）「適債基準等の基本的見直しについて」『公社債月報』第464号（1995年4月）
- ・永田賢行（1985）「無担保公募事業債（普通社債）の財務制限条項について」『公社債月報』第342号（1985年2月）
- ・日本証券業協会（2015）「日証協「社債市場の活性化に関する懇談会」の取組みと展望（1）日証協「社債市場の活性化に関する懇談会」におけるこれまでの検討経緯」『商事法務』第2064号（2015年4月5日）
- ・日本証券業協会（2023）「社債市場の現状と課題について」社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ第12回会合資料
（https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/infra_wg/files/shiryol_shasaiwg20231211.pdf）
- ・野村修也、日本証券業協会公社債・金融商品部（2015a）「日証協「社債市場の活性化に関する懇談会」の取組みと展望（2）売買参考統計値制度の見直し」『商事法務』第2065号（2015年4月15日）
- ・野村修也、日本証券業協会公社債・金融商品部（2015b）「日証協「社債市場の活性化に関する懇談会」の取組みと展望（3）社債の取引情報の報告・発表制度」『商事法務』第2066号（2015年4月25日）
- ・松尾順介（1999）『日本の社債市場』東洋経済新報社
- ・三浦后美（1999）「日本の社債金融と格付け」『証券経済学会年報』第34号
- ・宮脇隆宗、中塚悠斗（2020）「「社債券等の募集に係る需要情報及び販売先情報の提供に関する規則」の制定について」『商事法務』第2248号（2020年12月5日）
- ・村上そびゆ（2012）「第1部会報告「証券会社の引受審査の見直し等の検討状況とそのポイントについて」」『月刊資本市場』第327号（2012年11月）
- ・横山史生（2004）「社債市場の透明性—IOSCO 報告書を中心に」『証研レポート』第1627号（2004年12月）

6. 決済期間の短縮化

公益財団法人日本証券経済研究所
理事・主席研究員 若園 智明

要旨

本稿はわが国の証券決済システムの改革について、株式等の決済期間の短縮をもたらした活動を軸として概観する。世界的には1989年のG30の勧告が証券決済システムを見直す契機となったが、わが国では1999年の債券問題小委員会の提言から本格的な国内議論が始まっている。わが国で2019年に株式等の決済期間がT+2へと短縮されるまで、国内における証券決済システム改革の活動は20年に亘って継続されたが、一貫して活動の中核組織で有り続けたのは日本証券業協会に設置された「証券受渡・決済制度改革懇談会」であり、同懇談会における議論とともに、その下に置かれた複数のワーキング・グループ、ならびに業界の研究会による調査や分析が改革推進の原動力となった。

本稿では、証券受渡・決済制度改革懇談会等による2002年の報告書の公表までを第1段階の証券決済システム改革と位置づけ、2008年のリーマン・ショックから世界の主要市場で主流となった決済期間のT+2化を達成する2019年までを改革の第2段階と呼び、それぞれの段階で交わされた議論や調査・分析を担った会議体の活動をまとめている。証券受渡・決済制度改革懇談会を頂点とするこれら会議体は、わが国の金融・証券業界により設けられたが、日本証券業協会はこれら会議体の運営に携わるのみならず、その活動の基盤を支え続けており、わが国証券決済システムの近代化に多大なる貢献をしたと評価出来る。

目次

1. はじめに
2. 決済期間の短縮化を巡る国際的な潮流：2000年頃の改革活動（第1段階の改革）
 - 2.1. 証券決済期間の短縮化を巡る米国等の動向
 - 2.2. 金融審議会第一部会答申（2000年6月）
 - 2.3. 証券受渡・決済制度改革懇談会①
 - 2.4. T+2化に向けた国際的な議論の再燃
3. 日本におけるT+2化の実現（第2段階の改革）
 - 3.1. 証券受渡・決済制度改革懇談会②
 - 3.2. 証券決済制度改革推進会議
 - 3.3. 株式決済期間（T+2）に関する勉強会
 - 3.4. 株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ
 - 3.5. 検討ワーキング・グループ最終報告書（2016年6月）
4. まとめ：さらなる証券決済システムの進展に向けて

1. はじめに

本稿では、わが国の証券決済システムの近代化を取り上げ、その中でも株式等の決済期間の短縮化を中心に据えて、2019年に実現したT+2（約定日の2営業日後）化をもたらした諸活動についてまとめる。わが国における総合的な証券決済機能の発達には長期に亘る改革の産物であるが、一貫してこの改革を支え続けた組織が日本証券業協会であり、同協会が果たした役割は重要である。

現在の証券決済システムの構築へと繋がる世界的な議論は、1989年3月にG30（Group of Thirty）が公表した「世界の証券市場における清算・決済システム（Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets）（以下、G30報告書）」が契機となった¹。このG30報告書が求められた背景には、世界的な証券市場の重要性の増大を受けて相互運用が可能な強固なグローバル・決済ネットワークを構築する必要性があった。今日の証券市場のシステムを鑑みると、決済期間の短縮化と決済リスクの低減を目的としてG30報告書が提示した9つの勧告は誠に時宜を得ていたと言えよう（図表1）²。

図表1 Group of Thirty（G30）の勧告（1989年）

勧告1	目標1990年。直接的な市場参加者の約定照合（Comparison）をT+1までに完了。
勧告2	目標1992年。間接的な市場参加者が約定照合システムに参加。
勧告3	目標1992年。効率的であり十分に整備された証券集中保管機関を設立。
勧告4	目標1992年。適切なネット清算システムの確立。
勧告5	目標1992年。すべての証券取引においてDVP決済を実現。
勧告6	証券の取引決済・証券ポートフォリオ管理に関する金銭決済は、全ての商品・市場を通じてSame Day Fundにより実行。
勧告7	すべての市場でローリング決済の導入。1992年までに最終決済日のT+3を実現。（1990年までに中間目標としてのT+5の実現。）
勧告8	目標1990年。証券貸付を禁止する規制等の撤廃。（証券貸借の促進。）
勧告9	目標1992年。ISO7775の採用。国際取引におけるISO6166に基づくISIN銘柄コードの採用。

（注）ISO（国際標準化機構）の7775は標準証券メッセージ。

（出所）G30『世界の証券市場における決済システム』1989年。

¹ G30は1978年にロックフェラー財団のGeoffrey Bellによって設立された民間団体であり、金融業の従事者や学識経験者をメンバーとする。1989年報告書には、東京証券取引所や大和証券、富士銀行（当時）の役職員もメンバーとして名前を連ねている。

² この1989年のG30勧告は、1995年に国際証券サービス協会（International Securities Services Association、ISSA）により修正が行われている。またG30は、2003年に第2次報告書として20の勧告を盛り込んだ「世界の清算と決済：行動計画」（Global Clearing and Settlement: A plan of action）を公表し、さらに2006年に最終報告書を公表している。

後述するように G30 報告書以降、わが国を含めた主要国・地域において証券決済機能の強化を含めた市場改革が議論され実行されていった。その中でも、証券決済期間の短縮化は多くのメリット（第 3 章）をもたらす一方で、複雑な清算・決済システムを近代化するためには単なるシステム構築にかかる金銭コストのみならず、改正が必要となる法律や自主規制等への対処、実務における業務フローの見直しなど克服すべき数多くの課題があり、実現までには相当の時間を要している。

わが国の株式取引の決済期間は 2019 年にそれまでの T+3（約定日の 3 営業日後）から T+2 へと短縮化されているが、この短縮化へと至る改革は 2 つの段階を経て実現されており、各段階において様々な課題を克服すべく詳細な議論が交わされるとともに施策が講じられている。このような大がかりな改革にとって、当時の証券決済システムを包括的に分析し、市場関係者に共通したコンセンサスを持たせ、秩序だった実行スケジュール（マイルストーン）を提示する改革の中核組織の存在は必要不可欠となる。わが国で、そのような組織に位置づけられるのが「証券受渡・決済制度改革懇談会」であり、この懇談会が組成したワーキング・グループなどの会議体である。これらは日本証券業協会が中心となって運営されている。以下で、わが国の証券決済システム改革を推進したこれら会議体の活動を整理する。

2. 決済期間の短縮化を巡る国際的な潮流：2000 年頃の改革活動（第 1 段階の改革）

次章で述べるように、わが国の株式等の決済期間は 2019 年 7 月にそれまでの T+3 から T+2 へと短縮されている。この決済期間の短縮化は証券決済システム改革の一環として実現しているが、この証券決済システム改革における議論は① 1999 年から 2002 年にかけて（第 1 段階、第 2 章）と、② 2014 年から 2016 年にかけて（第 2 段階、第 3 章）の 2 つの段階において実行されている。一貫してこれら制度改革議論の中核にあるのは日本証券業協会が主催する「証券受渡・決済制度改革懇談会」であり、同懇談会の下で設置された複数の会議体が詳細な調査・分析を担っていた。

そもそもわが国の株式取引は戦後、1949 年の証券取引所再開から 1950 年までの僅かな期間で T+2 決済が実施されていたものの³、取引銘柄の拡大を受けた事務処理上の便宜が考慮されて 1950 年より T+3 の制度となっている⁴。従って、前掲の 1989 年 G30 報告書の時点で、その勧告 7 が求める株式取引の T+3 化とローリング決済は、すでにわが国の株式取引では実現されていた⁵。しかしながら、その後の DVP（Delivery Versus Payment）決済の実現や STP（Straight Through Processing）の推進は海外の主要市場と比較して遅れが指摘されていた⁶。

³ この時代のわが国の有価証券振替決済制度については河本（1969）を参照されたい。また証券の保管や振替業務に関する法律等については大蔵省（当時）が出版した岸田・赤倉（1985）が詳しい。

⁴ 国債は 1996 年 10 月に五・十日決済（5 と 10 のつく日にまとめて決済）から T+7 のローリング決済となった後に 1997 年 4 月に T+7 から T+3 へ短縮されている。また一般債（社債・地方債等）は 1999 年 10 月に T+3 化された。

⁵ 中島・宿輪（2008）58 頁の注に記述、1963 年 9 月『東京証券取引所 10 年史』。

⁶ 加藤（2003）。

わが国の証券決済システム改革の第1段階にあたる2000年頃の議論は、「証券決済に係るリスクとコストの低減を図り、使い勝手が良く、我が国証券市場の国際競争力の強化に資する証券決済システムを構築することを、改革の目標（とすべきである）⁷⁾」として、総合的な決済システムの見直しに重点が置かれていた。株式取引に関しては、当初掲げられていた決済期間のT+1（約定日の翌営業日決済）化は見送られたものの、改革の成果として証券の電子化（ペーパーレス化）を可能とした法改正、DVP決済の拡大やSTPの推進がもたらされており、これらが基礎となり2019年のT+2化へと繋がったと評価される。

2.1. 証券決済期間の短縮化を巡る米国等の動向

そもそもわが国の議論は、米国をはじめとする海外主要市場における議論と密接な関係がある。ここでは米国を中心として、G30勧告を契機とする当時の証券決済システム改革の流れをみてみよう。

1989年のG30勧告を受けて、EUではフランスが2000年9月に株式・社債の決済をT+3化しており、英国は2001年2月に株式・社債等の決済期間をT+5からT+3へ短縮している⁸⁾。同様に米国でも1995年6月にT+3への移行が行われた。中島・宿輪（2008）によれば、欧米主要国でのT+3決済は1993年から2001年までに実現しており、この時期にアジアの主要市場でも決済期間の見直しが進められていた（図表2）。

図表2 2006年1月時点での主要国における証券決済期間の比較

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス	香港	シンガポール
株式	T+3	T+3	T+3	T+2	T+3	T+2	T+3
国債	T+3	T+1	T+1	T+2	T+3	T+2	T+1
一般債	T+3	T+3	T+3	T+2	T+3	T+2	T+3
CP	T+0～T+2	T+0	T+0	T+0	T+0～T+100	T+2	T+3

（出所）証券決済制度改革推進センター「主要国における証券決済インフラ整備状況の比較」

2006年1月。中島・宿輪（2008）表3-2。

G30勧告を待たずに米国では、1987年のブラックマンデーを契機として決済期間（T+5）を短縮化させる必要性が認識されていた（福本、2018）⁹⁾。SEC（2022）によれば、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission、SEC）は証券業界に対して、投資者保護、リスク軽減ならびに業務の効率化を目的として決済期間の短縮化を求めていた。この機運の契機となったのは1992年5月にSEC委員長へ提出されたベックマン報告書であ

⁷⁾ 金融庁金融審議会第一部会・証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ『21世紀に向けた証券決済システム改革について』（2000年6月）。

⁸⁾ ドイツは1970年代にT+2化を実現しており、英国とフランスは2014年10月6日よりT+2化へと短縮している。

⁹⁾ 元々、米国は1920年代まで証券決済はT+2であった。市場参加者の増加や証券取引量が増大するにつれて決済期間が延長され、T+5となっている。この時代の解説はLevine（1996）が詳しい。

る¹⁰。バックマン報告書はSECに対して、1994年までにT+5からT+3への短縮化を推奨している。SECは証券取引決済をT+3とすべく、1993年10月に1934年証券取引所法に規則15c6-1を追加し¹¹、1995年6月7日より株式、社債、地方債（Municipal Bond）の決済期間をT+5からT+3に短縮化している。

さらに米国は、この時期に証券決済期間の短縮をさらに進めてT+1とする構想も持っていた¹²。このような1990年代後半からのT+1化を求める動きは、当時の全米証券業者協会（Securities Industry Association、SIA）における活動が中心となって進められていた。SIAは「T+1化検討委員会」を設置するとともに、2000年7月に公表した「T+1 Business Case Final Report」において、決済期間を2004年6月にT+1へと短縮することを提言している。

後述するように、わが国における株式等の決済期間の短縮化にかかる改革の機運は、このような米国のT+1化に向けての動きを受けて高まったと言える¹³。SECの株式決済T+1化構想を受けて、わが国の金融審議会でも証券決済システムの抜本的な改革による安全性と効率性の向上が議論されている¹⁴。また日本証券業協会が2000年4月に公表した「市場改革の行動計画Ⅱ－21世紀の市場を目指して－」においても、2002年度中の株式等の決済期間のT+1化を目指す方針が示されていた。しかしながら米国は、2001年9月11日に発生した同時多発テロ事件により、米国内で災害時のバックアップ体制の構築（Business Community Plan、BCP）が最優先とされ、証券決済期間の短縮化の実施は先延ばししている¹⁵。このような米国の実情はわが国の決済期間短縮化の議論にも大きな影響を与えたと言えよう¹⁶。それでは、この時期のわが国の改革議論を下記でみてみよう。

¹⁰ エドワード・ジョーンズ社のジョン・バックマンを座長とするタスクフォースの報告書「Report of Bechman Task Force on Clearance and Settlement Reform in U.S. Securities Markets」（1992年5月）（<https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-1992-06-22/pdf/FR-1992-06-22.pdf>）。

¹¹ 1934年証券取引所法の規則として新設された規則15c6-1は「Settlement Cycle（決済期間）」のタイトルの通り、国債や州債、CP等を除いて、ブローカー・ディーラー取引の（最長の）決済日を規定するとともに、その規定から除外される条件を定めている。

¹² 当時のSEC委員長だったアーサー・レビットは1996年のSIAコンファレンスにおいてT+1決済を提唱した後、1998年に2003年までのT+1化実現を業界に要望している。

¹³ この他、2001年にはIOSCOとCPSS（支払い・決済システム委員会）からも、コンサルテーション・レポート「証券決済システムのための勧告（Recommendations for Securities Settlement Systems（2001）」が公開されていた。

¹⁴ 金融審議会答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」の第2部「21世紀の我が国証券市場を支えるインフラ整備の在り方について」（2000年6月27日）。

¹⁵ 福本（2018）によると、SIAは2001年11月にT+1の実施時期を2005年6月へ延期するとともに、STPの推進を優先した。さらに、小橋（2002）によればSIAは2002年7月の理事会で「STPプログラム」を採択し、2005年6月のT+1決済への移行を棚上げし、2004年に決済期間の短縮化について改めて検討することを表明している。また2004年にSECは、清算と決済の効率性改善に関するコンセプト・リリース（Concept Release Securities Transactions Settlement、No.33-8398、No.34-49405）を公表している。

¹⁶ 小橋（2002）によれば、2001年の同時多発テロ事件の他にも、2000年春以降の市況の低迷による米国金融機関の業績悪化、アナリスト問題や企業会計の不正問題などもあり、T+1化の費用負担が重荷となっていた。

2.2. 金融審議会第一部会答申（2000 年 6 月）

この時期のわが国の証券決済システム改革に関連する主な施策を図表 3 でまとめた。

図表 3 わが国の証券決済システム改革に関する主な施策

1980 年	2 月	日本銀行、国債振替決済制度の開始
1984 年	11 月	株券等保管振替法施行
1986 年	7 月	国債決済の決済期間短縮（十日決済に変更）（月 2 回決済→月 3 回決済）
1987 年	8 月	同、五・十日決済に変更（月 3 回決済→月 6 回決済）
1990 年	5 月	日銀ネット（国債系）稼働
1991 年	10 月	証券保管振替機構（保振機構）、株券等保管振替制度の開始
1994 年	4 月	国債決済の DVP 化開始
1996 年	9 月	国債決済の決済期間をローリング決済に変更（T+7 決済）
1997 年	4 月	国債決済の決済期間を T+7 から T+3 へ短縮
	11 月	一般債（登録債）決済の決済期間をローリング決済に変更（T+7 決済）
	12 月	債券決済ネットワーク、JB-Net 稼働
1998 年	4 月	日本銀行・債券決済ネットワーク、一般債（登録債）決済の DVP 化
	6 月	一般債（登録債）決済の決済期間短縮（T+5 化）
1999 年	10 月	一般債（登録債）決済の決済期間短縮（T+3 化）
2001 年	5 月	東証および大証、上場株式決済の DVP 化
	9 月	保振機構、決済照合システム稼働（国内株式取引）
2002 年	4 月	証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律施行 短期社債等振替法施行
2003 年	1 月	社債等振替法施行（国債のペーパーレス化） （日本銀行、同法に基づく国債振替決済制度の開始） 改正証券取引法施行（証券取引清算機関制度の導入） 日本証券クリアリング機構の業務開始（取引所取引の DVP 決済を実施） （統一清算機関の実現）
	3 月	保振機構、短期社債振替制度の開始 日本銀行・保振機構、電子 CP 決済の DVP 化
	5 月	保振機構、国債アウトライイト取引・先物オプション取引等を決済照合システムの対象取引に追加
2004 年	5 月	ほふりクリアリング、株券の一般振替 DVP 開始
	10 月	株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律（決済合理化法）施行 （株券不発行制度の導入に向けて株券等の電子化が法的に可能に）
2006 年	1 月	保振機構、一般債振替制度の開始、決済照合システムの対象に一般債や短期社債を追加 日本銀行・保振機構、一般債（振替債）決済の DVP 化
	4 月	日本証券業協会、証券市場 BCP フォーラム設置
2007 年	1 月	保振機構、投資信託振替制度の開始
2008 年	1 月	保振機構、ETF 振替制度の開始
	2 月	保振機構、受託証券発行信託保管振替制度の開始
	12 月	電子記録債権法施行
2009 年	1 月	社債、株式等振替法施行（株券等保管振替法廃止） 上場会社の株券の電子化（ペーパーレス化） 保振機構、株式等振替制度の開始 日本銀行・保振機構、株式決済（発行）の DVP 化
2012 年	4 月	国債の決済期間短縮（T+3 から T+2 決済へ）
	12 月	店頭デリバティブ取引の清算集中義務化（改正金融商品取引法施行）

（出所）日本銀行決済機構局「決済システムレポート、参考資料」
『わが国決済システム等に関する主な動き』2013 年 10 月 11 日、に加筆修正。

わが国における改革の議論は、1999年8月に自民党の債券問題小委員会（金融問題調査会）が公表した「証券決済改革の提言」が端緒となっている¹⁷。この中で、証券取引のグローバル化へ対応するために、わが国でも当時の米国で検討されていた証券決済のT+1化の検討を求める提言が盛り込まれている。この提言を受けて大蔵省（当時）の金融審議会第一部会は、1999年9月に「証券システムの改革に関するワーキング・グループ」を設置し¹⁸、2000年6月にこのワーキング・グループにおける審議の成果を「21世紀に向けた証券決済システムの改革について」として公表した¹⁹。後述する証券受渡・決済制度改革懇談会における議論と並び、この金融審議会の答申がわが国の証券決済システム改革の礎になったと言える。

この「21世紀に向けた証券決済システムの改革について」では、当時の証券決済システムの問題点を挙げるとともに（図表4）、改革の具体的な項目として①統一的な証券決済法制の整備、②STP化、③DVPの実現等、④クロスボーダー取引の決済の円滑化、を提言している。これらの改革提言は、2000年7月に発足した金融庁でも受け継がれており、①最優先課題としての有価証券のペーパーレス化や²⁰、②海外の証券決済機関との連携（各国の証券決済システムとの互換性）、③清算システムの効率化（日本証券クリアリング機構の設立）が、当時の取り組むべき課題として認識されていた²¹。

図表4 わが国の証券決済システムの問題点

1. 証券決済制度の分立
証券決済が、有価証券の種類ごとに、異なる法制に基づいて行われている。 統一的に規律するルールが存在せず、複雑さや非効率の一因となっている。
2. 効率的決済の観点からみてペーパーレス化の遅れ
有価証券の流通段階でのペーパーレス化が遅れ、権利の移転に券面の引渡しを必要とする場合が多い。 既存のペーパーレス化の仕組みも問題を抱えている。
3. 電子化の遅れ
STP化を代表として事務処理の電子化が遅れている。
4. DVPの未実現
決済リスクを低減するDVPが有価証券の種類によっては未実現である。

（出所）証券システムの改革に関するワーキング・グループ
「21世紀に向けた証券決済システムの改革について」2000年6月27日。

¹⁷ 1999年2月の経済戦略会議の答申においても、①ペーパーレス化を含むCPに係る証券決済制度の整備、②社債等登録法の廃止と社債・株式・CP等の各種証券の統一決済システムの構築、などが提言されていた。

¹⁸ 当時の金融審議会第一部会「21世紀の金融のあり方（将来の金融サービスと規制の枠組みのあり方等）」の下には、①証券決済システムの改革に関するWG、②ホールセール・リーテイルに関するWG、③集団投資スキームに関するWG、④証券取引所の組織形態のあり方に関するWG、の4つのワーキング・グループが設置されていた。

¹⁹ 証券決済システムの改革に関するワーキング・グループの第8回会合において、日本証券業協会から証券受渡・決済制度改革懇談会の中間報告（2000年3月公表）に関する説明があり、同報告を用いた討議が行われた。

²⁰ 特に株券のペーパーレス化は、議決権などの共有持分の取扱いが課題として挙げられていた。

²¹ 日本証券業協会証券決済制度改革推進センター等が主催した講演会（2003年2月17日）における一松旬氏（金融庁総務企画局市場課、当時）の基調講演より。

証券のペーパーレス化（電子化）については、2001年4月に閣議決定された緊急経済対策において、ペーパーレス化を念頭に社債・CP、国債等の振替制度創設などの所要の法整備を進める旨が明示されたことを受けて、法制度改革の第1弾として2001年6月に「短期社債等の振替に関する法律（短期社債振替法）（2002年4月施行）」が成立している²²。さらに第2弾として2002年6月に成立した「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律（2003年1月施行）」²³により、ペーパーレス化の対象が一般社債や国債、投信受益権等まで拡大した²⁴。法改正の第3弾では、株式等のペーパーレス化のために2004年6月に「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律（決済合理化法）」が成立し²⁵、同年10月の施行にともない「株券等の保管及び振替に関する法律」は廃止された²⁶。

このような行政による法改正と並んで、日本証券業協会をはじめとする金融・証券業界が主催した証券受渡・決済制度改革懇談会および同懇談会の下に設置された各種ワーキング・グループの活動が、わが国の証券決済制度を更なる近代化へと導いた。

2.3. 証券受渡・決済制度改革懇談会①

図表5は、わが国の証券決済システム改革を進展させた会議体と報告書をまとめている。

日本証券業協会が主催する「証券受渡・決済制度改革懇談会」は1997年7月に設置された会議体であり²⁷、学術経験者と金融・証券市場従事者をメンバーとする²⁸。

²² CPのペーパーレス化の法的根拠の確立。CPを短期社債と位置づけ、商法の特例措置を設け、ペーパーレスの振替制度において券面の交付により権利移転を行う場合と同様の流通の保護を実現。

²³ 金融庁は2002年8月に「証券市場の改革促進プログラム」を掲げるとともに、この法律を受けて「証券取引清算機関等に関する内閣府令」や「一般振替機関の監督に関する命令」等の関係政省令の制定や税制の整備等を行っている。

²⁴ この他、安全かつ効率的な決済を行うためにより有効な清算を可能とするための制度整備等が行われている。また、2003年1月に施行した「社債等の振替に関する法律」により、日本銀行は2003年1月をもって同法に基づく国債振替決済制度の運営を開始している。

²⁵ 2003年9月の株券不発行制度導入に係る法制審議会の答申を踏まえて。

²⁶ 振替制度の根拠法令の名称も「社債等の振替に関する法律」から「社債、株式等の振替に関する法律」に変更されている。

²⁷ 自民党の金融問題調査会、債券問題小委員会が1999年8月に公表した『証券決済改革の提言』による。

²⁸ 証券受渡・決済制度改革懇談会ならびに証券決済制度改革推進会議（当時）の活動や公開された報告書等は日本証券業協会（https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/kessai_kon/index.html）を参照されたい。

図表5 証券決済システム改革を進展させた会議体・報告書

1999年	7月	証券受渡・決済制度改革懇談会設置
	9月	金融審議会第一部会・証券システムの改革に関するワーキング・グループ設置
2000年	3月	証券受渡・決済制度改革懇談会「証券受渡・決済制度改革に関する中間報告書」公表
	6月	金融審議会第一部会「21世紀に向けた証券決済システム改革について」公表
	12月	証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループ設置
2002年	4月	日本証券業協会内に証券決済制度改革推進センター設置
	6月	振替機構、子会社清算機関の設置方針決定。振替事業開始
	10月	国債清算機関設立の具体化に関するWG報告書公表
	11月	証券決済制度改革の推進のためのWG「証券決済制度改革の推進に向けて」公表 国債清算機関設立準備委員会発足
2003年	1月	日本証券クリアリング機構、業務開始

(出所) 加藤(2003)資料2を元に加筆。

この懇談会の設置要綱には、国際競争力強化の観点から、効率的で安全性の高い受渡・決済制度の見直しと市場の改革を検討し、当時の紙の存在を前提とした法体系の見直しとともに、決済期間のT+1化やSTPの具現化(横断的な商品を扱う統一的制度の構築)、DVP決済方式の導入の検討などが懇談会の活動目的として記されている。また、主たる検討課題として、①国際的に通用する受渡・決済制度の要件は何か、②現行制度は国際的にみてどのように出遅れているのか、③米国のDTC(現DTCC)のような機能を持つ組織が必要ではないか²⁹、④統合型のシステムの費用負担についてはどう考えるべきか、の4点が挙げられている。証券受渡・決済制度改革懇談会は1999年9月の初回会合より2020年6月まで計46回もの会合を開催している(活動は休眠しているが懇談会は現在も存続)。

懇談会が掲げた課題は、以下のワーキング・グループの会合等で細部が検討されており、その成果が現在の証券決済システムの近代化をもたらしたと評価される。証券受渡・決済制度改革懇談会は、後述する2019年のT+2化の議論においても中核的な役割を果たしている。

証券受渡・決済制度改革懇談会を頂点として、①証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループ、②DVP決済方式の推進と清算機能の活用等に関するワーキング・グループ、③一般債の新決済制度に関するワーキング・グループの3つのグループが決済制度の見直しを行っており、これらに加えて、証券保管振替機構に関連する④証券保管振替機構の株式会社化に関する専門部会と⑤証券保管振替機構の組織・運営のあり方に関するワーキング・グループも設置され、それぞれが2000年から2003年にかけて会合を重ねた³⁰。

証券受渡・決済制度改革懇談会は2000年3月に中間報告書である「証券受渡・決済制度改革に関する中間報告書」を公開している。この中間報告書にさらなる検討が加えられ、2002年11月に最終報告書である「証券決済制度改革の推進に向けて」が公開された(その

²⁹ DTCはDepository Trust Company、DTCCはDepository Trust & Clearing Corporation。DTCCは1999年にDTCとNational Securities Clearing Corporationを統合した持ち株会社として設立された。

³⁰ 日本取引所グループのウェブサイト(<https://www.jpx.co.jp/clearing-settlement/reg-sys-reform/index.html>)に、これら5つのワーキング・グループ等の活動状況が掲載されている。

作成は後述する証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループ等が担当)³¹。

2.3.1. 証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループ

2002年11月に公開された最終報告書「証券決済制度改革の推進に向けて」は、証券決済システム改革の推進のためのワーキング・グループの中核メンバーと日本証券業協会の証券決済制度改革推進センター（2002年4月設置）が中心となり取りまとめられた³²。

証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループは、神田秀樹教授（東京大学、当時）を座長とし、主要な金融・証券業および決済関連機関がメンバーとなり、さらには金融庁・法務省・日本銀行をオブザーバーに加えている。わが国の証券決済システムに関して、金融・証券関連分野の総意を形成する場であったと言えよう³³。このワーキング・グループは、日本証券業協会において2001年7月から2003年5月にかけて計10回の会合を開催した。

公開されている議事録をみると、当初の主要な議題は証券決済法制の見直しに加えて株式の決済期間の短縮（T+1化）に向けたステップの整備であったが、ワーキング・グループにおける議論が進むにつれて、決済期間の短縮化を実現するための必要条件となる証券のペーパーレス化・電子化（法制度の改正）およびDVP決済（2002年時点で取引所取引のDVP決済は稼働）・STPの導入が議論の対象となり、システム改革にむけて実務上克服すべき工程が明確にされていったことがわかる。

株式の決済期間の短縮化（T+2化）は2019年に達成されているが、この証券受渡・決済制度改革懇談会や証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループの活動が実現させたペーパーレス化やDVP決済・STPが素地となり実現したと言える。わが国の証券決済制度の変遷にとって、これら会議体の活動がシステム改革にもたらした貢献の重要さは記録に残すべきであろう。

2.3.2. 改革推進ワーキング・グループ最終報告書（2002年11月）

この2002年11月に公開された最終報告書（以下、2002年報告書）は、①わが国の証券決済システムの諸外国との比較分析、②証券決済インフラ全体と株式、国債や一般債などの商品毎にみたシステムの将来像および検討課題の提示、③システム改革進行のスケジュール案から構成されている。

2002年報告書で特筆すべきは、欧米およびアジアの主要市場の証券決済インフラの現状と改革の進展について詳細に調査しまとめている点である。証券取引のさらなるグローバル

³¹ この最終報告書の作成における調査・検討等にかかる作業は日本証券業協会の証券決済制度改革推進センターからアクセンチュア社等に委託されている。

³² 証券決済制度改革推進センターは、日本証券業協会内に設置。その運営にかかわる人材や資金は日本証券業協会および東京証券取引所を含めた関連インフラ団体により提供された。この証券決済制度改革推進センターは、改革の全体像の明確化、個別論点の検討状況の把握および調査、当時の広報活動などの役割を担っていた。

³³ 証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループの後継組織が2003年5月に設置された「証券決済制度改革推進会議」である。この推進会議の活動は日本証券業協会（https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/kessai_kon/kaigi_giji.html）を参照願いたい。

化を受けて、海外市場との競争および連携の重要性は増していた。2002 年報告書の調査・分析は、国際的な観点でのわが国市場の位置づけを明確にするとともに、国際競争力の強化をはかる上での基盤となったと言えよう。

2002 年報告書では、証券受渡・決済制度改革懇談会や証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループが当初意図していた株式の決済期間の短縮化（T+1 化）には踏み込んでいない。しかしながら、将来の決済期間短縮化に向けた基礎インフラ整備の工程（図表 6）や、商品毎の決済期間短縮に向けた取組方針（図表 7）を示している。

図表 6 基礎インフラ整備の工程表

証券決済制度改革の目標と主な目標マイルストーン	
①国際競争力を持つ最先端の、ペーパーレス化された DVP 決済の実現	・ 2002 年度中：短期社債の振替決済インフラの実現 ・ 2003 年度中：株式の一般振替 DVP の決済インフラの実現 ・ 2004 年中：一般債の振替決済インフラの実現 ・ 2004 年中：投信の振替決済インフラの実現 ・ 2004 年度中：国債の清算インフラの実現
②システム全体での効率化を図り競争力を高める STP の実現	・ 2004 年中：国債・一般債・短期社債も含む、商品横断的な照合インフラの実現
③決済期間短縮の実現	・ 我が国の証券決済制度改革の目標として、決済期間短縮を早期実現

（出所）証券受渡・決済制度改革懇談会・証券決済制度改革のためのワーキング・グループ
「証券決済制度の推進に向けて」2002 年 11 月。

図表 7 商品別にみた決済期間短縮に向けた取組方針

国 債	・ アウトライイト取引については T+1 決済へ、短期資金取引については T+0 決済への決済期間短縮の早期実現を前提として、今後のインフラ整備において決済期間短縮を前提にした検討を進めていく。 ・ インフラ整備後すみやかな決済期間の短縮を目指して、照合インフラ・清算インフラ整備等による国債の決済の STP 化を実現し、かつ、決済期間短縮に向けた業務プロセス・市場慣行上の課題解決を図る。
短期社債	・ 効率的な資金調達・運用のため、T+1 決済、さらに、T+0 決済への決済期間短縮の早期実現を前提として、今後のインフラ整備において決済期間短縮を前提にした検討を進めていく。 ・ インフラ整備後すみやかな決済期間の短縮を目指して、照合インフラ整備等による短期社債の決済の STP 化を実現し、かつ、決済期間短縮に向けた業務プロセス・市場慣行上の課題解決を図る。
株 式	・ 決済期間短縮の実現時期については、できるだけ早期の実現を目指し、その前提となる DVP/STP インフラ整備を早期に実現しつつ、並行して、決済期間短縮に向けてのアプローチの検討を進めていく。
一 般 債	・ 決済期間短縮のニーズの大きい取引については、すみやかに決済期間短縮を実現できるよう、今後の照合・振替決済等のインフラ整備において決済期間短縮を前提にした検討を進めていく。 ・ 取引毎にニーズが異なるため、決済期間短縮の実現時期については今後の検討とするが、ニーズが高いものについては、照合・振替決済インフラ等の稼働による一般債の決済の STP 化を実現し、かつ、決済期間短縮に向けた業務プロセス・市場慣行上の課題解決を行い、インフラ整備後すみやかな決済期間短縮を実現する。

（出所）証券受渡・決済制度改革懇談会・証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループ「証券決済制度改革の推進に向けて」2002 年 11 月。

これらはいわばシステム改革のマスタースケジュールであるが、単なる進行計画だけではなく、証券決済システム改革の全体像を全ての市場参加者に周知させる役割も果たした。さらには、株式の受渡・決済に関して実務上の観点から求められる課題も浮き彫りとしている（図表 8）。これら 2002 年報告書の成果を代表とする第 1 段階における改革の活動が、2019 年の株式等の T+2 化の実現へと繋がったと言えよう。決済期間の短縮化は第 1 段階における改革では見送られたが、次の国際的な議論の再燃を受けて、わが国でも議論の俎上に載せられ第 2 段階の改革が始まっている。

図表 8 実務上の観点から株式の受渡・決済に求められる課題

1. 一般振替 DVP 制度の実施・システムの稼働 2. 統一清算機関の稼働 3. デリバティブ清算機能の集約化 4. 株券不発行の法制度対応 5. 株券不発行に対応する実務スキームの検討 6. 上場外国株の決済スキームの検討 7. 機構預託率の向上
決済期間短縮に向けた課題 1. T+0 株券貸借・債券レポ市場の整備 2. 各種商品・取引のカットオフタイム等の整備 3. T+1 決済が可能な為替取引の実現 4. 決済期間短縮の対象商品別実現時期の検討 5. 個人投資家等への前受けルールの徹底

（出所）証券受渡・決済制度改革懇談会・証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループ「証券決済制度改革の推進に向けて」2002 年 11 月。

2.4. T+2 化に向けた国際的な議論の再燃

2008 年のいわゆるリーマン・ショックを契機として³⁴、国際的に証券の決済リスクを軽減するための議論が再燃した。先駆けて EU が 2014 年 10 月より、米国は 2017 年 9 月より株式等の決済期間を T+2 へと短縮している。

EU では、欧州中央銀行（ECB）が 2006 年に提案した欧州域内共通の証券振替決済システム（TARGET-2 Securities、T2S）が 2015 年 6 月から稼働し、2017 年 2 月までにユーロシステムとの間で交わされた T2S 協定にサインした 24 の証券集中保管機関（Central Securities Depositories、CSDs）は T2S プラットフォームへと移行していた。このような新たな証券決済インフラを背景として、2014 年 4 月に欧州議会で Central Securities

³⁴ 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング（2010）によると、リーマン・ブラザーズ社破綻時でも米国の DTCC 傘下の清算機関・証券決済機関によるリスク削減策が機能し、証券決済上の大きな問題の発生はなかった。しかしながら、米国債の決済においてはリーマン・ブラザーズ社の破綻直後からフェイルが多発し、流通市場の流動性が損なわれていた。

Depositories Regulation (CSDR) が承認されたことにより³⁵、スペインを除くすべての証券取引所で 2014 年 10 月 6 日約定分より株式等の決済期間は T+2 化された³⁶。

対して、米国における T+2 に向けた主な活動を図表 9 でまとめている。

図表 9 米国における T+2 化に向けた主な活動

2011 年 9 月	DTCC が「The Role of DTCC in Mitigating Systemic Risk」を公表。 (コスト・ベネフィット分析を推奨)
2012 年 10 月	DTCC の依頼を受けてボストンコンサルティング・グループ (BCG) が「Cost Benefit Analysis of Shortening the Settlement Cycle」を公表。 米国市場の決済期間を T+1 または T+2 に短縮することに伴うコストや課題等を分析。 (リスク削減効果、業務効率化、実現可能性が確認)
2014 年 4 月	SIFMA が「SIFMA Supports Move to Shorten Settlement Cycle」を公表。 (DTCC の T+2 化を支持)
2014 年 4 月	DTCC が「DTCC Recommends Shortening the U.S. Trade Settlement Cycle」を公表。
2014 年 10 月	DTCC、SIFMA、ICI (Investment Company Institute) 等の業界団体が「T+2 Industry Steering Committee (ISC)」を設立。 (決済期間短縮化に向けた具体的な課題、方策や実施方法を検討する業界の委員会) (さらに下部に 5 つのワーキング・グループとサブワーキング・グループを設置)
2015 年 2 月	SEC の Investor Advisory Committee が T+1 化をリコメンド。 (リテール投資家にとり T+1 化が便益。SEC に T+1 化に向けたクリアプランを要請)
2015 年 6 月	ISC と Price Waterhouse Coopers ホワイト・ペーパー「Shortening the Settlement Cycle: The Move to T+2」を公表。 (米国における T+2 化の実施予定日を 2017 年第 3 四半期とする旨の報告書)
2015 年 9 月	ホワイト SEC 委員長 (当時) が、SIFMA および ICI に対して、T+2 移行に係る業界のイニシアティブの支持と今後の詳細なマイルストーンを要請するレターを送付。
2015 年 12 月	ISC と Deloitte が実行計画書「T+2 Industry Implementation Play Book」を公表。
2016 年 3 月	DTCC が「Shortened Settlement (T+2)」を公表。 (2017 年 9 月 5 日から T+2 へ移行すると発表)
2016 年 9 月	SEC が 1934 年証券取引所法の規則 15c6-1 の改正を提案 (T+3 から T+2 へ)。
2017 年 3 月	SEC が規則 15c6-1 の改正を採択 (最終規則を公表)。
2017 年 8 月	DTCC が「T+2 Conversion Guide」を公表。

(出所) 福本 (2018) などを参照し作成。

米国の証券決済・保管機関である DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation) や、業者団体である米国証券業金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association、SIFMA) が中心となり、各種調査や分析、提言が行われた。米国投資信託協会 (Investment Company Institute、ICI) も加えて株式等の決済期間の T+2 への短縮が議論され、その結果を受けて SEC の規則改定が実現したと言える。米国に加えて、カナダ、メキシコも 2017 年 9 月 5 日に T+2 化を実施している。また、後述する「株式決済期間短縮

³⁵ CSDR (CSD 規制) は、証券決済のリスクを軽減することを目的とし、証券取引所、多角的取引システム (MTF)・適格取引システム (OFT) を通じた証券業者と取引参加者・清算機関との決済を対象としている。

³⁶ ドイツ、ブルガリア、スロベニアは英国等よりも先行して T+2 化を実現していた。

（T+2）に関する勉強会報告書」によれば³⁷、同時点で、アジアにおいてもシンガポールはSGXが2016年までにT+2化する方針を公表しており、豪州では市場関係者に対して2016年第1四半期のT+2化に対する是非が問われていた³⁸。

米国が決済期間をT+2へと短縮化した結果、世界の主要な証券市場においてT+3を維持しているのはわが国のみとなっており、証券の受け渡しの効率性や担保金の効率性の観点からわが国の国際競争力が低下する懸念が生じていた。

3. 日本におけるT+2化の実現（第2段階の改革）

2008年9月のいわゆるリーマン・ショックの発生時は、わが国でも特に国債取引においてフェイルが増大するなど、米国等と同様に内在する決済リスクの見直しの必要性が生じていた³⁹。

第2章で記したように、第1段階の改革において当初掲げられていた株式決済期間のT+3からT+1への短縮は見送られていたが、上述のように諸外国のT+2化が進んだことで、再度わが国でも株式の決済期間の短縮化（T+2化）が求められた。

2009年1月の社債、株式等の振替法施行により上場会社の株式等に係る株券のペーパーレス化（電子化）が実施され⁴⁰、また株式等の決済処理に係るSTP化も進展していた。これらは前述の証券受渡・決済制度改革懇談会および証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループの活動と2002年報告書が契機となっていることは重要である。

2019年の株式決済期間のT+2化に至るまでに、わが国の証券決済制度改革は多岐にわたるものであったが、日本証券業協会が主催する「証券受渡・決済制度改革懇談会」は一連の議論の中核であり続けており、株式決済期間のT+2化に向けた取り組みにおいても同懇談会の下部に「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」などが設置されている⁴¹。この株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループが2015年（中間報告書）と2016年（最終報告書）に公表した報告書が、わが国の株式決済期間をT+2化へと繋げる役割を果たしている。この他、日本証券業協会等が事務局となった証券業界の研究会である「株式決済期間（T+2）に関する勉強会」は、T+2への決済期間の短縮がもたらすメリット・デメリットのみならず、その実現に向けての課題を提示しており、上記ワーキング・グループの活動にとっての隅石となった。

これら会議体の活動をみてみよう。

³⁷ この検討ワーキング・グループの最終報告書の資料1で、2016年1月時点での海外主要市場のT+2化の状況が掲載されている。

³⁸ 菊地・金子（2019）によれば、シンガポールは2018年12月、オーストラリアは2016年3月にT+2化を実施している。

³⁹ この勉強会報告書の「参考 海外における株式等の決済期間短縮化に向けた動き」で、当時の海外主要市場の取り組みがまとめられている。

⁴⁰ 株券の電子化とは、上場会社の株式等に係る株券を廃止し、それまでの株券を前提とする株式の管理を、証券保管振替機構および証券会社等の金融機関に開設された口座において電子的に行うこと（法務省）。

⁴¹ 国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループなど。

3.1. 証券受渡・決済制度改革懇談会②

前述の通り、証券受渡・決済制度改革懇談会は1999年9月から2020年6月までに計46回の会合を開催しており、現在も懇談会自体は維持されている。後述するように、米国では2023年3月にSECが公表した最終規則において証券取引決済のT+1化が定められ、前年に公開された提案規則ではさらなるT+0（即日決済）への展望が示されている。将来的にわが国でもさらなる決済期間の短縮化が望まれた場合は、この証券受渡・決済制度改革懇談会が再度議論の中核組織として活動することが期待される。

証券受渡・決済制度改革懇談会は、第12回会合（2002年11月）において2002年報告書の承認とともに、同報告書が唱える改革項目の推進状況や株券不発行制度（ペーパーレス化、株券の電子化）の導入を踏まえた議論の場とその役割を変えていった。2003年5月に懇談会が設置した「証券決済制度改革推進会議」は⁴²、2002年報告書以降の改革の推進を担う会議体である⁴³。同推進会議によるモニタリング活動は、第29回会合（2012年6月）まで継続されていた⁴⁴。

証券受渡・決済制度改革懇談会において、株式決済期間の短縮化が主たる議題となったのは、第34回会合（2015年7月）からであろう⁴⁵。この会合で「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」の設置が決議されている。後述するように、株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループが公表した中間報告書は、同懇談会の第35回会合（2015年12月）においてその内容の報告が行われ、さらに最終報告書は第36回会合（2016年6月）で報告が行われている。その後、第40回会合（2018年5月）では、「株式等の決済期間T+2化の実施予定日について」が審議事項となり、T+2化の実施予定日（2019年7月16日約定分）が決定された。証券受渡・決済制度改革懇談会は、第46回会合（2020年6月）で「株式等の決済期間の短縮化に関するワーキング・グループ」およびその下部会合の解散を決議したことをもって、1999年から長期にわたって継続していたわが国の証券決済制度改革に関する議論には、一応の区切りが付けられたと言えよう。

3.2. 証券決済制度改革推進会議

第2章で記した証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループが公開した最終報告書（2002年報告書）は、証券決済制度改革をさらに推進するためのマネジメント機能の強化等をはかる体制の整備を求めている。また、金融庁および法務省による法制面やイン

⁴² 証券受渡・決済制度改革懇談会は、「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」も設置している。

⁴³ 証券決済制度改革推進会議は、日本証券業協会内の証券決済制度改革推進センターが事務局を担っていた。

⁴⁴ 証券受渡・決済制度改革懇談会は、第29回会合で、ペーパーレス化・DVP化・STPの推進を見届けた後に小休止となっていたが、第30回会合（2014年4月21日）から国債の決済期間のT+1化を中心議題とした活動を再開している。

⁴⁵ 2015年6月に閣議決定された「日本再興戦略改訂2015」において、わが国の金融・資本市場の活性化策の1つとして証券決済リスクを削減する取り組みとして、株式決済期間のT+2化と国債決済期間のT+1化が掲げられた。

フラ提供者の対応が進行する中で、システム改革全体を俯瞰的にフォローアップ・調整し、市場の制度や慣行面での横断的な課題を実務上の観点から協議・検討していく必要性も増していた⁴⁶。

改革の中核組織である証券受渡・決済制度改革懇談会は、わが国の証券決済制度の改革の第1段階を担った証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループを発展的に改組し、さらに各市場参加者による主体的な検討・推進活動への参画を明確とする組織として、「証券決済制度改革推進会議」を2003年5月に設置した。

この証券決済制度改革推進会議は、2003年6月の第1回の会合から活動を始め、2011年11月まで計16回の会合を開催している⁴⁷。この会議体は、2002年報告書で示された改革の進捗状況をモニタリングするとともに改革のマイルストーンの修正を行い、2012年6月にその役目を終えて廃止されている。証券決済制度改革推進会議は、言わば第1段階目の改革（2002年報告書）を組織的に進捗させ、第2段階目の株式決済期間のT+2化へと繋げる役割を果たしたと言えよう。

3.3. 株式決済期間（T+2）に関する勉強会

「株式決済期間（T+2）に関する勉強会」は、日本証券業協会、東京証券取引所および日本証券クリアリング機構が事務局となり、14社の主要証券会社をメンバーとする証券業界の勉強会として2014年8月に設置された⁴⁸。同年9月より4回の勉強会を開催している。

この勉強会の目的は、わが国における株式等の決済期間短縮化の実現により想定される効果や実現に向けて想定される課題等について広く検討することであり、具体的な検討項目として①T+2化の実現により想定されるメリットとデメリット、②T+2化の実現に向けて想定される課題、③株式等以外の有価証券の取扱い、④T+2化を行う場合の準備期間・実施時期等が置かれた。その成果は、2015年3月に公開された「株式決済期間短縮（T+2）に関する勉強会報告書」にまとめられている。

勉強会報告書が提示する株式の決済期間の短縮化に伴い想定されるメリットとデメリットを図表10でまとめた。

⁴⁶ 証券受渡・決済制度改革懇談会「「証券決済制度改革推進会議」の設置について」（2003年5月27日）。日本証券業協会 https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/kessai_kon/。

⁴⁷ 証券決済制度改革推進会議の議事要旨は、日本証券業協会のウェブサイトで公開されている。（https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/kessai_kon/kaigi_giji.html）

⁴⁸ メンバーの証券会社は、大手証券会社、準大手証券会社に加えて、ネット専業や外資系の証券会社も参加しており、わが国証券業界における広範な業態を網羅している。この他、証券保管振替機構、日本証券金融、投資信託協会がオブザーバーとして参加している。

図表 10 株式決済期間短縮化と想定されるメリットとデメリット

1. 決済期間の短縮化がもたらすメリット ①決済リスクの削減 破綻時の流動性リスク軽減 再構築コストリスクの軽減 ②資金効率の向上・担保負担の軽減 市場参加者の資金利用の効率化と証拠金等の担保負担の軽減は世界的なニーズ ③決済事務の一層の合理化・効率化 業界全体としての決済事務の合理化・効率化 ④国際競争力の維持・向上 海外投資家はグローバルで決済事務を統一化 国際標準としての T+2 化の導入
2. 決済期間の短縮化によるデメリット ①フェイル（受け渡しの遅延）リスクの増加 特に時差を伴う非居住者取引でフェイルが増加する懸念 ②オペレーショナルリスクの増加 事務負担の増大 ③業務フローの見直しやシステム改修等に伴うコスト負担 社内システムや業務フローで広範な変更が必要に

（出所）「株式決済期間短縮（T+2）に関する勉強会報告書」2015年3月17日。

また、勉強会報告書は、メンバーの証券会社の業務において懸念される具体的な事項を検討課題として記載している。株式決済期間の T+2 化にあたっては多岐にわたる実務上の課題があることが良くわかる。例えばフェイル時の議決権行使や配当金授受等の権利調整などや非居住者取引におけるフェイル・チャージなど、フェイル・ルールの見直しの必要性が指摘されている。また事務負担の増加を緩和すべく、決済情報データ（フォーマット）の共有・標準化や決済情報を扱う統一的なプラットフォームの推進なども提言されている。これら検討課題は勉強会の統一的な見解ではないが、後述する「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」の第1回会合（2015年9月）において、勉強会報告書が挙げる主な検討課題をベースとして、検討項目の洗い出し、各項目への対応の方向性などが整理されており、後述するように、この勉強会の成果は次のワーキング・グループの活動の下地となっている。

3.4. 株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ

証券受渡・決済制度改革懇談会は、わが国の株式等の決済期間の短縮化（T+2 化）の実施に向けた課題の整理・検討を行うため、2015年7月に「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」（以降、検討ワーキング・グループ）を設置した⁴⁹。この検

⁴⁹ 証券受渡・決済制度改革懇談会は、2009年9月8日に開催された証券決済制度改革推進会議との合同会議において、国債の決済期間の T+1 化を担う「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」も設置している。この国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループより野村総合研究所に依頼されたコンサルティング報告書「国債の決済期間の短縮化に向けて - アウトライツ・SC レボ取引の T+1 化及び GC レボ取引の T+0 化 -」が 2014 年 3 月 20 日に日本証券業協会へ提出されている。さらに日本証券業協会は、2014 年 7 月 17 日に「国債の決済期間の短縮化に関する検討 WG」暫定グラウンドデザインを公表した。

討ワーキング・グループは、日本証券業協会、東京証券取引所および日本証券クリアリング機構が事務局となり、主要な証券会社およびメガバンク、生命保険会社などの市場参加者やインフラ機関がメンバーとなり、2015年9月から2020年5月まで計14回の会合を開催している⁵⁰。業界横断的にT+2化に向けた検討を行い、株式等のT+2化の実施日を2019年7月16日（火）（約定分）と決定した⁵¹。

前掲の株式決済期間（T+2）に関する勉強会の報告書が示すように、実務上の課題が多岐に亘っていることから、検討ワーキング・グループは第1回目の会合において、下部組織として、実務担当者で構成される2つのサブワーキング・グループを設置している。これら2つのサブワーキング・グループは、証券取引所や証券会社間における取引に係る課題を検討する「ストリートサイドサブワーキング・グループ」と顧客との取引等に係る課題を検討する「カスタマーサイドサブワーキング・グループ」である⁵²。さらに「カスタマーサイドサブワーキング・グループ」の下には、「貸株取引実務検討会」と「フェイルに関する実務検討会」も設置された（菊地・金子、2019）⁵³。

T+2化の実現に向けた具体的な課題への対応は、これらサブワーキング・グループにおいて検討されており、その成果としての中間報告書は検討ワーキング・グループの第3回会合（2015年12月）で承認されて公開、最終報告書は第5回会合（2016年6月）において承認を受けて公開された。

3.5. 検討ワーキング・グループ最終報告書（2016年6月）

株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループは、サブワーキング・グループにおける検討を取りまとめて2015年12月29日に中間報告書を公開し、さらに2016年6月30日に「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ 最終報告書」を公開した。この最終報告書に基づき、市場関係者による株式等の決済期間の短縮化（T+2化）

⁵⁰ 株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループの議事要旨および資料は、日本証券業協会（<https://www.jsda.or.jp/shijyo/minasama/20150908153603.html>）で公開されている。具体的な株式等の決済期間のT+2化の実施については、第4回会合（2016年6月10日）において事務局より提示された。

⁵¹ 株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループの第8回会合（2018年5月7日）において、株式等の決済期間のT+2化実施日が2019年7月16日（火）（約定分）に設定された後、2018年12月から市場関係者によるT+2に向けた業務確認テスト等が行われた。これらの結果を経て2019年5月14日に、日本証券業協会から実施日を正式に2019年7月16日と決定する旨の通達が公表された。

⁵² これらサブワーキング・グループのメンバーは、ワーキング・グループに参加する市場参加者とインフラ機関を中心に構成されている。ストリートサイドサブワーキング・グループの事務局は、日本証券業協会、東京証券取引所、日本証券クリアリング機構、日本証券金融が担い、カスタマーサイドサブワーキング・グループの事務局は日本証券業協会、証券保管振替機構、東京証券取引所、日本証券クリアリング機構が担っている。

⁵³ 貸株取引実務検討会はT+2化に伴い生じる貸株取引の実務上の対応を検討し、フェイルに関する実務検討会ではフェイル回避策やフェイル発生時の実務上の対応が検討された。野村證券、大和証券、みずほ銀行および三井住友信託銀行がこれら検討会の幹事会社となり、運営等の全体のとりまとめを行った。貸株取引実務検討会の主たる幹事会社は野村證券、フェイルに関する実務検討会の主たる幹事会社は大和証券が務めた。

の実現に向けた対応が進められた⁵⁴。

この最終報告書は決済期間の T+2 化にともなう実務上の課題を①カスタマーサイドサブワーキング・グループにおける検討（4 項目）、②ストリートサイドサブワーキング・グループにおける検討（8 項目）、③合同サブワーキング・グループにおける検討（5 項目）、の 3 つのパートにわけ（図表 11）、それぞれに対応方針を示している。例えばフェイル・ルールに関しては、上記の勉強会報告書の課題をベースとして、フェイル回避のための方策や発生時の取扱いへの対応方針を株式等の一般振替に関するガイドラインとして取りまとめるとともに、日本証券クリアリング機構の「権利確定日のフェイル発生時における清算参加者の対応指針」との整合性の維持を求めている（ストリートサイド）。さらには、①権利確定日等におけるフェイル発生時の清算参加者間の権利調整方法等の検討、②同清算参加者と投資家（顧客）の間の権利調整方法等の検討、③フェイルを起こした参加者への経済的損失の請求、などについての対応方針を示している（カスタマーサイド）。

図表 11 検討ワーキング・グループ最終報告書の検討項目

1. カスタマーサイド・サブ WG における検討
(1) フェイルの発生見込み等
(2) 非居住者取引
(3) 貸借取引に係る処理の迅速化、取引環境の整備
(4) フェイル・ルール
2. ストリートサイド・サブ WG における検討
(1) フェイル・ルールの見直し
(2) 取引所外取引・証券会社間の取引等
(3) 現物株市場におけるギブアップ制度の導入要否の検討
(4) 転換社債の決済日程
(5) 有価証券オプションの権利行使時の対象証券の決済日程
(6) 日銀出資証券の決済日程
(7) 信用取引の委託保証金・追加保証金の取扱い
(8) 品貸申込に係る業務フローの検討
3. 合同サブ WG における検討
(1) 清算・決済インフラ等における決済時限等の見直し
(2) 非上場有価証券の取扱い
(3) 取引報告書の扱い
(4) さらなる清算・決済制度及び事務等の効率化のための施策
(5) その他

（出所）「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ、最終報告書」2016 年 6 月 30 日。

⁵⁴ この最終報告書を受けて日本証券業協会は継続的な検討を行い、国債のリテール取引および一般債取引の決済期間の短縮化（T+2 化）を 2020 年 7 月 13 日（約定分）とする通達を 2019 年 3 月 8 日に行っている。

また最終報告書は、この段階での T+2 化の実施目標時期とスケジュールを提示した⁵⁵。日本証券業協会は最終報告書に基づき⁵⁶、2017 年 9 月 29 日にフェイル発生時の対応方針や留意事項をまとめたガイドラインである「株式等におけるフェイルに関する留意事項」や「株券等貸借取引に関するガイドライン」を公開するとともに、T+2 化を一般投資家に周知するためのリーフレットの作成などを行っている⁵⁷。

4. まとめ：さらなる証券決済システムの進展に向けて

本稿では、わが国の証券決済システム改革への取り組みを、株式の決済期間の短縮を軸として概観した。1989 年の G30 勧告が世界的な改革の呼び水となり、わが国でも 1999 年の債券問題小委員会の提言から本格的な議論が始まっている。2019 年に株式等の決済期間が T+3 から T+2 に短縮されるまで、改革進展のモニタリング期間も含めて、20 年もの長期に亘る活動が国内で継続されたことは重要であろう。その中核に有り続けたのは日本証券業協会に設置された「証券受渡・決済制度改革懇談会」であり、同懇談会の下に置かれた多くのワーキング・グループなどが実働部隊として機能することで証券決済システムの近代化が成し遂げられた。証券受渡・決済制度改革懇談会を頂点とするこれら会議体は、わが国の金融・証券業界により設けられているが、日本証券業協会はこれら会議体の運営に携わるのみのらず、その活動の基盤を支え続けており、わが国証券決済システムの近代化に多大なる貢献をしたと評価出来る。また、官庁による株式等の電子化（ペーパーレス化）に関連する法制度の改正と並んで、これら金融・証券業界の会議体が果たした活動は、米国の SIA（SIFMA）や DTCC の活動とも比肩される。

本稿ではこの様なわが国のシステム改革の流れを第 1 段階と第 2 段階にわけて記述した。この 2 つの改革プロセスは、米国を筆頭とした海外の主要市場の動向から影響を受けているのは明白であろう。その米国では、2023 年 2 月にブローカー・ディーラー取引の決済期間を T+1 に短縮する最終規則が SEC から公表されている⁵⁸。この SEC 規則により 2024 年 5 月 28 日から米国の決済期間は T+1 へと短縮されるが、合わせて前年に公開された提案規則において SEC は将来的な T+0 化構想も披露している。このような動きは世界標準化となるのであろうか。

⁵⁵ T+2 化の実施日は、最終報告書では「2019 年 4 月又は 5 月の連休明け」と定められているのみであった。その後、「T+2 化の実施予定日に関するアンケート」をサブワーキング・グループのメンバーに対して行い、2019 年 7 月 16 日（火）を候補日としてとりまとめた。なお、外国証券については国内上場株式と同日、一般債および国債のリテール取引の T+2 化は 2020 年 7 月 13 日が予定日とされた。

⁵⁶ この最終報告書を受けて、2018 年 4 月末に日本証券クリアリング機構が T+2 化に向けた休日試験の具体的な予定日程を公表。

⁵⁷ 最終報告書以降の主な取り組みは、日本証券業協会のウェブサイトを参照されたい。
(<https://www.jsda.or.jp/shijyo/minasama/20150313173226.html>)

⁵⁸ SEC（2022）や SEC（2023）によると、2020 年 3 月からの COVID-19 パンデミックと 2021 年 1 月のミーム株（Meme Stock）の熱狂騒ぎが契機となっている。ゲームストップ株の売買急増時に、DTCC がロビンフッド・マーケット社（スマホ証券）に対して預託金の積み増しを求めた結果、同社に資金不足が発生し、この積み増し額を減額するために一部銘柄の注文受付を一時的に停止したことが米国証券市場の脆弱性と認識され、更なる短縮化の検討へと繋がっている。

わが国でも証券決済システムのさらなる進展が求められるとすれば、新たな技術がもたらす市場の革新が誘因になると予想される。今回の株式等の決済期間の短縮化（T+2 化）の基礎には証券のペーパーレス化や DVP 決済、STP などの決済に関連する技術の進歩があったように、新技術の登場と市場取引への導入は証券決済を含めた市場システム全体の刷新へと繋がる。米国の DTCC が検討を進める証券の即日決済（T+0）では分散型台帳技術を用いたシステムが想定されている。

わが国で次世代の証券市場に向けた取り組みが求められるのであれば、三たび、証券受渡・決済制度改革懇談会が議論の中核に位置づけられよう。T+2 化までの道程で培われた改革の経験は、次世代の市場システムの構築にも活かされるであろう。

「引用文献」

- ・加藤隼人（2003）「わが国における証券決済制度改革の取り組みと今後の展望」『証券決済制度改革セミナー講演要旨』日本証券業協会・証券決済制度改革推進センター等主催。
- ・河本一郎（1969）『有価証券振替決済制度の研究』有斐閣。
- ・岸田俊輔・赤倉啓之（1985）『株券保管振替制度の解説』大蔵財務協会。
- ・菊地洋介・金子裕紀（2019）「株式等の決済期間短縮化（T+2）について」『月刊資本市場』、No.404、62-69 頁。
- ・小橋亜由美（2002）「STP 化優先に転じた米国証券決済改革」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、Vol.6-2、Autumn。
- ・野村総合研究所（2014）「国債の決済期間の短縮化に向けて - アウトライイト・SC レポ取引の T+1 化及び GC レポ取引の T+0 化 -」コンサルティング報告書、日本証券業協会委託調査。
- ・中島真志・宿輪純一（2008）『証券決済システムのすべて』東洋経済新報社。
- ・福本葵（2018）「日米の証券決済期間 T+2 への短縮」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第 101 号、13-27 頁。
- ・三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング（2010）「欧米の金融・証券市場に関する調査」、金融庁委託調査（<https://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100624-2.html>）。
- ・Levine, K (1996) ,” Was Trade Settlement Always on T+3? A History of Clearing and Settlement Changes,” Friends of Financial History, Issue 56, Summer, pp.21-27.
- ・SEC (2022)、“Shortening the Securities Transaction Settlement Cycle,” Proposed Rule, No. 34-94196.
- ・SEC (2023)、“Shortening the Securities Transaction Settlement Cycle,” Final Rule, No. 34-96930.

7. 証券税制

公益財団法人日本証券経済研究所

主任研究員 山田 直夫

要旨

本稿では、証券税制の中でも特に有価証券取引税・取引所税の廃止と有価証券譲渡益課税の見直しに焦点をあて、日本証券業協会の取り組みについてみていく。本稿では、税制改正に関する要望はもちろんのこと、日本証券業協会が設置した証券税制に関するワーキング・グループや懇談会の動きなどについても取り上げる。

具体的には、①日本証券業協会が行った有価証券取引税撤廃の効果に関する試算、②平成10年度税制改正要望時の「有価証券取引税撤廃に向けたキャンペーン活動」の内容、③平成10年度税制改正に関する要望の内容、④金融取引税制のあり方に関する検討ワーキング・グループの取り組み、⑤今後の社会構造の変化を見据えた証券税制等のあり方に関する懇談会の取り組み、の5つについてみていく。

こうした日本証券業協会の取り組みを概観することで、日本証券業協会が税制改正において重要な役割を果たしてきたことがわかる。また、社会の変化を見据えて中長期的な観点から証券税制のあり方について議論をしてきた姿も明らかになった。

少子高齢化の更なる進行や納税申告のデジタル化の進展など、社会は今も大きく変化している。その中で証券税制のあり方も新たな局面にきている。日本証券業協会には、ますます重要な役割を果たしていくことが期待される。

目次

1. はじめに
2. 証券税制の概要と変遷
 - 2.1. 有価証券取引税
 - 2.2. 取引所税
 - 2.3. 有価証券取引税・取引所税廃止の経緯
 - 2.4. 有価証券譲渡益課税
3. 日本証券業協会の取り組み
 - 3.1. 有価証券取引税撤廃の効果—日本証券業協会の試算
 - 3.2. 平成10年度税制改正要望時の「有価証券取引税撤廃に向けたキャンペーン活動」
 - 3.3. 平成10年度税制改正に関する要望
 - 3.4. 金融取引税制のあり方に関する検討ワーキング・グループ
 - 3.5. 今後の社会構造の変化を見据えた証券税制等のあり方に関する懇談会
4. まとめ

1. はじめに

本稿では、証券税制の中でも特に有価証券取引税・取引所税の廃止と有価証券譲渡益課税の見直しに焦点をあて、日本証券業協会の取り組みについてみていく。証券界は長年、有価証券取引税の税率引き下げや撤廃を訴えてきた。筆者が見た限り、日本証券業協会の税制改正に関する要望の中で、初めて有価証券取引税が明示的に取り上げられたのは昭和 50 年度税制改正に関する要望¹である。このとき、証券による国民の資産形成の促進に関する税制措置として、公社債に対する有価証券取引税を撤廃することが要望として記されている。証券界の訴えは長く退けられてきたが、平成 10 年度税制改正に関する要望の際にキャンペーン活動を行い、その影響もあり 1999 年 3 月末に有価証券取引税と取引所税は廃止された。また、日本証券業協会は、証券税制に関するワーキング・グループや懇談会を設置して、個人の資産形成を促進する税制や教育資金作りのための自助努力を後押しする税制などについて議論を積み重ねてきた。本稿では税制改正に関する要望だけでなく、こうした動きについても取り上げる。

本稿の構成は以下のとおりである。2 章では、証券税制の概要と変遷ということで、3 つの税制の概要と変遷を紹介する。その中では、有価証券取引税と取引所税の廃止の経緯についても言及する。続く 3 章では、①日本証券業協会が行った有価証券取引税撤廃の効果に関する試算、②平成 10 年度税制改正要望時の「有価証券取引税撤廃に向けたキャンペーン活動」の内容、③平成 10 年度税制改正に関する要望の内容、④金融取引税制のあり方に関する検討ワーキング・グループの取り組み、⑤今後の社会構造の変化を見据えた証券税制等のあり方に関する懇談会の取り組み、の 5 つについてみていく。最後の 4 章は本稿のまとめである。

2. 証券税制の概要と変遷

図表 1 有価証券取引税・取引所税・有価証券譲渡益課税の変遷

年	主な改正事項
1947 年	有価証券譲渡益の半額総合課税化
1949 年	シャウプ勧告
1950 年	有価証券譲渡益の総合課税化
1953 年	有価証券譲渡益の原則非課税化 有価証券取引税の創設
1956 年	有価証券取引税の税率引下げ（公社債等）
1973 年	有価証券取引税の税率引上げ（株券等）
1978 年	有価証券取引税の税率引上げ（株券等）
1981 年	有価証券取引税の税率引上げ（株券等、国債を除く公社債等）
1987 年	有価証券取引税の税率引上げ（転換社債等）
1988 年	有価証券取引税の税率引下げ（一般公社債等）
1989 年	有価証券譲渡益の原則課税化

¹ 日本証券業協会の前身である日本証券業協会連合会時において、有価証券取引税に関する税制改正要望を行っているが、ここでは割愛する。

	有価証券取引税の税率引下げ（株券等、転換社債等）
1990 年	取引所税法の全部改正
1996 年	有価証券譲渡益の適正化 有価証券取引税の税率引下げ（株券等）
1998 年	有価証券取引税・取引所税の税率引下げ
1999 年	有価証券取引税・取引所税の廃止
2001 年	1 年超保有上場株式等の 100 万円の特別控除の創設 緊急投資優遇措置の創設
2002 年	特定口座制度の創設（2003 年より）
2003 年	有価証券譲渡益の申告分離課税への一本化 上場株式等の譲渡益に係る税率の引下げ 上場株式等の譲渡益等に対する優遇措置の創設 上場株式等の譲渡損失の繰越控除制度の創設
2004 年	非上場株式の譲渡益に係る税率の引下げ
2009 年	上場株式等の譲渡損失と配当等の間の損益通算の仕組みの導入
2014 年	NISA の導入
2016 年	ジュニア NISA の導入 公社債等に対する課税方式の変更・損益通算の範囲拡大
2018 年	つみたて NISA の導入
2024 年	NISA の抜本的拡充・恒久化

（出所）山田（2024）などより作成

2.1. 有価証券取引税

有価証券取引税²は、1953 年 8 月に個人の有価証券譲渡益が原則非課税とされた際にその代替として導入された流通税で、1999 年 3 月末をもって廃止されている。納税義務者は有価証券を譲渡した者である。課税対象は有価証券の譲渡（贈与による譲渡は除く）で、課税標準は売買による譲渡の場合は売買価額、その他の場合は譲渡時の価額である。なお、国及び地方公共団体は非課税団体となっている。

創設時の税率は、証券会社を譲渡者とする売買による譲渡の場合（第 1 種）、株券等は万分の 6、国債は万分の 3、一般公社債等は万分の 3、転換社債及び新株引受権付社債は万分の 3 である。また、証券会社の譲渡以外の場合（第 2 種）、株券等は万分の 15、国債は万分の 7、一般公社債等は万分の 7、転換社債及び新株引受権付社債券は万分の 7 である³。

税率の変遷をみると、1956 年に公社債等に係る税率がおよそ 3 分の 1 に引き下げられている。1973 年には株券等に係る税率が 2 倍に引き上げられた。また 1978 年には株券等に係る税率が 5 割引き上げ、つまり幅でいうと 1973 年と同一の引き上げが行われた。さらに 1981 年にも株券等に係る税率が引き上げられている。ただし、このときは第 1 種について

² 有価証券の取引に対する課税は、有価証券取引税が初めてではない。1937 年 4 月に取得者を納税義務者とする有価証券移転税が導入されている。ただし、1950 年にシャープ勧告に基づき同税は廃止されている。

³ 実際には、このときの税率に関する有価証券区分は「株券等」と「債券」の 2 つである。

は税率が据え置かれ、第2種についてはこれまでに比べて小幅な引き上げが行われた。以上より、株券等に係る税率は1973年、1978年、1981年と引き上げられたことがわかる。なお、1981年には国債以外の公社債等に係る税率も5割引き上げられている。

1987年の抜本的税制改革が行われた際に、各種有価証券間の課税の均衡を図る等の観点から、有価証券区分と税率の見直しが行われた。具体的には、転換社債及び新株引受権付社債の区分が設けられた。この区分に対しては、それまでの6倍の税率が適用され、株式等と他の公社債等の間の水準となった。また1988年から、一般公社債等に係る税率については、国債と同じ水準に引き下げられた。1989年には、有価証券譲渡益の原則課税化に伴い、税率の引き下げが行われ、株券等と転換社債及び新株引受権付社債に係る税率がおおよそ4割引き下げられた。また1996年には、株券等に係る税率（第2種）が時限的に3割引き下げられている。なおこの際、株式等譲渡益課税については適正化措置（源泉分離課税のみなし利益率の引き上げ）が実施されている。平成10年度税制改正により、税率がおおよそ半分になった（1998年4月1日以後に行う有価証券の譲渡から）。そして平成11年度税制改正により、1999年3月末をもって廃止された。

2.2. 取引所税

取引所税は先物取引・オプション取引を課税対象とする。こうした取引の直接参加者は、取引所の市場で行った派生取引について、取引所税を納税する。課税標準は、先物取引については約定代金、オプション取引についてはオプション料である。税率は、1998年4月時点で、①先物取引（②を除く）が万分の0.05、②日本円金利先物取引が万分の0.005、③オプション取引が万分の0.5である。納付の方法は特別徴収制度と呼ばれ、取引所が直接参加者から取引所税を徴収して国に納付する。

派生取引に対する課税の歴史は古く、1871年に始まったとされている。1871年に大阪堂島米会所が開業し、政府は貿易会社に対して米穀限月売買を許可するのに際して口銭の1割を納付させたのである。その後、幾多の改正が行われ、1990年には取引所税法の全部改正が行われた。この背景には、様々な派生取引が導入されたことがある⁴。それまでは、会員組織以外の取引所に対して課税する取引所特別税があったが、全部改正により廃止されている。

有価証券取引税と同様に、平成10年度税制改正により、1998年4月1日以後に行う先物取引等から税率が半分になった。つまり、①先物取引（②を除く）が万分の0.1から0.05、②日本円金利先物取引が万分の0.01から0.005、③オプション取引が万分の1から0.5になった。そして、平成11年度税制改正により、1999年3月末をもって廃止された。

2.3. 有価証券取引税・取引所税廃止の経緯

1997年より「金融システム改革」が実施されたが、その中で有価証券取引税や取引所税、株式等譲渡益課税の見直しが問題となった。この問題に対し、政府税制調査会は金融課税小

⁴ 1988年に株価指数先物取引、1989年6月に株価指数オプション取引、同年12月にT-Bond先物取引が開始された。

委員会を設置して検討を行った。金融課税小委員会は、1997年12月に中間報告「金融システム改革と金融関係税制—金融課税小委員会中間報告—」を公表した。取引課税の廃止については、賛成・反対の両論が掲載されているが、以下のような賛成論があった。

取引課税の廃止は、他の金融・証券市場改革とあいまてば中長期的には市場にプラスの効果をもたらし得るところであり、金融のグローバル化が進む中で市場取引が取引コストに対してより敏感になってきていることや、現下の市場の動向にかんがみれば、金融システム改革を強力に推進していく政府の意思を明らかにするためにも、政策的な見地から、その具体的なスケジュールはともかく、思い切って廃止の方向を示すべきであるとの意見があった。

また、平成10年度税制改正の要綱では、有価証券取引税と取引所税の税率がおよそ半分の水準に引き下げられ、さらに「有価証券取引税及び取引所税については、平成11年末までに、金融システム改革の進展状況、市場の動向等を勘案して見直し、株式等譲渡益課税の適正化とあわせて廃止する。」と明記された。

さらに、政府税制調査会の平成11年度税制改正に関する答申では、次のような記述がある。

当調査会は、平成10年度税制改正に際し、金融課税小委員会における検討を踏まえ、有価証券取引税及び取引所税の負担軽減を行うことが適当であるとの考え方を示すとともに、将来仮に「取引課税を廃止する場合には、株式等譲渡益課税について申告分離課税一本化といった適正化を行う必要がある」旨答申したところであり、金融システム改革の進展状況、市場の動向等を見極めた上で、適切な取扱いを検討することが適当です。

また、長期低迷する株式市場の状況を踏まえ、有価証券取引税等の早期廃止を求めるとともに、株式キャピタルゲイン課税の適正化の実施時期や具体的な方法について慎重な判断を求める意見がありました。

以上のような流れの中で、有価証券取引税と取引所税は平成11年度税制改正によって1999年3月末をもって廃止された。

2.4. 有価証券譲渡益課税

2.4.1. 現行制度

上場株式等の譲渡益については、以前は源泉分離課税と申告分離課税との選択制であったが、2003年から後者に一本化されている。すなわち、原則として上場株式等の譲渡による収入金額から取得価額及び譲渡に要した費用・負債利子等を控除することによって計算される所得金額に対して、復興特別所得税を考慮しなければ、20%（所得税15%、住民税5%）の税率が適用される。ただし上場株式等の譲渡益については、特定口座を利用して源泉徴収

のみで課税関係を終了させることもできる。以前は株式等の譲渡損失は他の株式等の売却益からのみ控除可能で、控除しきれないロスの繰越しは認められなかったが、2003年より上場株式等の損失については翌年以降3年間の繰越しが可能になった。

また、有価証券譲渡益課税に関しては、エンジェル税制とストック・オプション制度がある。前者は、スタートアップに対する個人投資家（エンジェル）の投資を支援することを目的として講じられる税制上の特例措置のことで、平成9年度税制改正により創設されている。後者は、企業が将来の一定期間（権利行使期間）に一定の価額（権利行使価額）で自社の株式を購入することができる権利を役員等に付与する制度である。税制適格ストック・オプションについては、権利行使時の経済的利益（権利行使時の株式時価と権利行使価額の差額）に対しては課税されない。権利行使により得た株式を売却したときは、譲渡価額と権利行使価額の差額に対して申告分離課税が適用される。

2.4.2. 変遷

1947年に、所得税に関して分類所得税と総合所得税の併用課税方式が廃止され、20%から75%の超過累進課税による総合課税制度が導入された。それに伴い、有価証券譲渡益について、その2分の1を総合課税の対象とする、半額課税制度が導入された。

1950年に、シャープ勧告に基づいて有価証券譲渡益は全額総合課税（譲渡損失は全額控除）となった。全額総合課税の導入にあたっては、変動所得として5年間の平均課税を認める措置、インフレに対する調整措置などが講じられた。

しかし、所得税中心のシャープ勧告では税収が少なく、1953年に有価証券譲渡益については、全額総合課税から原則非課税となった。そして、流通税である有価証券取引税が導入された。

抜本的税制改革により、1989年から有価証券譲渡益は原則非課税から原則課税になっている。課税上の取り扱いは、申告分離課税の対象となる場合、源泉分離課税が選択可能な場合、総合課税の対象となる場合、非課税となる場合がある。申告分離課税の税率は26%（所得税20%、住民税6%）である。また源泉分離課税については、譲渡代金の5%をみなし利益とし、20%の税率で所得税が源泉徴収されることにより課税関係が完了する。

2001年には、1年超保有上場株式等の100万円の特別控除、緊急投資優遇措置（取得対価1,000万円までの譲渡益が非課税）が創設された。2002年には2003年から特定口座制度が創設されることが決まった。

また、2003年には申告分離課税への一本化（源泉分離選択課税の廃止）が行われた。同時に上場株式等に係る税率が26%から20%（所得税15%、住民税5%）に引き下げられた。さらに5年間の時限措置で上場株式に係る軽減税率（所得税7%、住民税3%）が導入された。軽減税率の適用期限は数回延長され、結局、2013年末まで適用された。他には、上場株式等の譲渡損失の繰越控除制度が創設されている。2004年には非上場株式に係る税率が26%から20%（所得税15%、住民税5%）に引き下げられた。

2009年より、個人投資家の株式投資リスクを軽減するため、上場株式等の譲渡損失と配当との間の損益通算の仕組みが導入された。また、2016年から公社債等に対する課税方式

が変更され、特定公社債の利子・譲渡損益並びに上場株式等に係る所得等の損益通算が可能になっている。

軽減税率の廃止と入れ替わる形で2014年にNISAが導入された。さらに2016年にジュニアNISAが、2018年につみたてNISAが導入されている。NISA制度は時限的措置であり、令和2年度税制改正により、NISAの見直し・延長、つみたてNISAの延長（ジュニアNISAについては延長せず2023年末で終了）が行われることになっていた。しかし、令和5年度税制改正により、NISAの抜本的拡充・恒久化が行われることとなった。2024年以降のNISAについては、つみたて投資枠と成長投資枠が設けられ、両者を併用することができる。年間投資枠はつみたて投資枠が120万円、成長投資枠が240万円である。非課税保有限度額は両方を合わせて1,800万円（うち成長投資枠1,200万円）で枠の再利用が可能である。

3. 日本証券業協会の取り組み

3.1. 有価証券取引税撤廃の効果—日本証券業協会の試算

1994年10月に日本証券業協会は大和総研の協力を得て、有価証券取引税撤廃の効果に関する試算をまとめた。この試算では、市場への影響、税収への影響、マクロ経済への影響について検討している。

市場への影響については、東京証券取引所が1994年3月に公表した試算に基づいて出来高に対する影響を試算している。税収への影響については、個人のキャピタル・ゲイン税、法人税等、相続税への影響について試算している。マクロ経済への影響については、有価証券取引税の撤廃による設備投資や個人消費への影響の2つを挙げている。

3.2. 平成10年度税制改正要望時の「有価証券取引税撤廃に向けたキャンペーン活動」

日本証券業協会は、平成10年度税制改正要望時に例年以上に幅広くかつ積極的に、有価証券取引税の撤廃に向けてのキャンペーン活動を実施した。キャンペーン活動の趣旨は、有価証券取引税撤廃について世論を盛り上げるとともに、証券界が投資家の立場に立って本問題に取り組んでいることを広く世間に訴える、というものである。キャンペーン活動の期間は、1997年の9月下旬から12月中旬までである。

まず、キャンペーン活動の基本となるキャッチフレーズということで、「いま、ビッグバンのとき “有価証券取引税” 撤廃はグローバルな常識です」が設定された。続いて、キャッチフレーズをもとに、以下の8つのキャンペーン活動が展開された。1つ目は、キャンペーン・ポスターの掲示である。図表2に示したような、キャッチフレーズを中心に据えたキャンペーン・ポスターを作成して証券会社の店頭などに掲示する、というものである。2つ目は、リーフレット等の配布である。図表3に示したような、キャンペーン・ポスターと同内容のリーフレットを作成して証券会社の店頭に掲げ置いたり、顧客への郵送物の中に同封したりする、というものである。3つ目は、署名活動である。キャンペーンの趣旨に賛同した顧客に署名をしてもらうよう証券会社に依頼を行う、というものである。署名の用紙は図表4に示したとおりである。署名目標人数は100万人で、期間は9月下旬から10月末までであった。実際の署名総数は105万7,107で、見事に目標は達成された（図表5）。4つ目は、垂れ幕の作

成及び掲示である。キャッチフレーズが盛り込まれた垂れ幕を作成して東京証券会館などの外壁に掲示する、というものである。5つ目は新聞広告で、キャンペーン・ポスターをもとに新聞広告を行う、というものである。6つ目は、日本短波放送等での座談会等である。日本短波放送での座談会やテレビ番組「株式 Today」において、有価証券取引税撤廃のキャンペーンを取り上げてもらったり、ラジオ CM でキャンペーンの趣旨を放送したりする、というものである。7つ目は、インターネットの利用である。各証券会社及び証券関連団体のホームページにキャッチフレーズを掲載したりする、というものである。8つ目は関係団体との協調、連携で、これは文字通り、キャンペーン活動の実施にあたって証券関係団体との協調、連携を行う、というものである。

図表 2 キャンペーン活動のポスター

いま、ビッグバンするとき

有価証券取引税

証券市場は国民共有の財産です

これからの日本、ますます重要となる証券市場

“有価証券取引税”撤廃は、グローバルな常識です

- 「有価証券取引税」とは、投資家の皆様が株式や公社債などを売却する際に負担する税です。
- 「有価証券取引税」は、投資家の取引コストを引き上げ、投資行動に悪影響を与えております。
- 「有価証券取引税」に類する税は、諸外国にはほとんど存在しません。
- 証券取引のグローバル化の甲にあって、わが国市場における取引コストを軽減し、市場の効率化を図るためには「有価証券取引税」の撤廃が必要です。

投資家に対する「有価証券取引税」の課税の有無	株 式	公社債
アメリカ	なし	なし
カナダ	なし	なし
イギリス (譲渡課税)	あり (株)	なし
フランス (譲渡課税)	あり (株)	なし
ドイツ	なし	なし
オランダ	なし	なし
日本	あり	あり

日本証券業協会／証券広報センター

【注】イギリスでは、外国株については非課税です。フランスでは、少額投資に対する非課税制度があります。

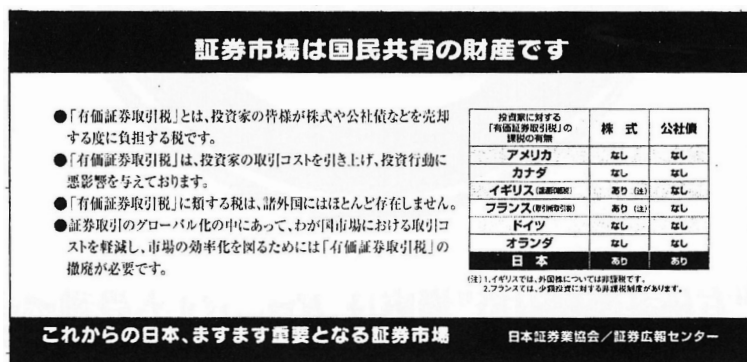
(出所) 日本証券業協会資料

図表3 キャンペーン活動のリーフレット

(表)



(裏)



(出所) 日本証券業協会資料

図表 4 署名用紙

わが国証券市場の一層の効率化及び
税制の国際的な調和等の観点から、
有価証券取引税の撤廃を要望します

「有価証券取引税」の撤廃と併せて、「株式等の譲渡益課税」の課税強化が図られることについても、断固反対いたします。

「有価証券取引税」は、投資家が株式や公社債などを売却する度に負担するものであります。投資者の取引コストを引き上げ、投資行動に悪影響を与えているのであります。

証券取引のグローバル化の中において、わが国市場における取引コストを軽減し、市場の効率化を図るためには「有価証券取引税」の撤廃が必要です。

私たちは、わが国証券市場の一層の効率化及び税制の国際的な調和等の観点から、「有価証券取引税の撤廃」を強く要望するとともに、「株式等の譲渡益課税」の課税強化に断固反対し、ここに署名いたします。

(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	氏名	住所（番地等は省略しても構いません）

〒

市

区

支

所

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

氏名

</

(出所) 日本証券業協会資料

図表5 署名活動の結果

有価証券取引税の撤廃要望の署名

— 全国で 100 万人を突破 —

署名は、全国の証券会社（291 社）の従業員一人ひとりが直接、投資家の皆様から頂戴しました。

署 名 総 数
1,057,107

（署名活動期間：9月下旬～10月末）

わが国証券市場の一層の効率化及び
税制の国際的な調和等の観点から、
有価証券取引税の撤廃を要望します

「有価証券取引税」の撤廃と併せて「株式等の譲渡益課税」
の課税強化が図られることについても、断固反対いたします。

日本証券業協会

平成9年11月19日

（出所）日本証券業協会資料

こうしたキャンペーン活動のうち、署名活動と垂れ幕の作成及び掲示が、1997年11月26日の『株式新聞』に取り上げられている。この記事では、「毎年、税制改革要望の重点項目として訴えてきたが、垂れ幕などで世論に訴えるのは今回が初めて」という、大津隆文専務の言葉が掲載されている。またこの記事によると、垂れ幕は日本証券業協会が入る東京証券会館のほか、大阪証券取引所、大阪証券会館、和光証券本店、国際証券兜町支店、新日本証券東京支店の6か所に取り付けられた。また、署名活動については、全国の証券会社（外資系を含む291社）の従業員一人一人が直接、投資家から集めたもので、11月19日に100万人を突破したことが紹介されている。そして、証券会館5階の会議室の一角にダンボール箱が60箱近く積まれている様子が報道されている。

3.3. 平成10年度税制改正に関する要望

日本証券業協会、公社債引受協会、証券投資信託協会、全国証券取引所協議会、東証正会

員協会は、1997年9月に「平成10年度税制改正に関する要望」を公表した。要望事項は、1. 証券市場の総合的改革（日本版ビッグバン）に対応した税制措置、2. 高齢化社会に備えた個人金融資産形成のための税制措置、3. 租税特別措置の延長等のための措置という、3つの大項目からなり、それぞれの中項目までを示すと以下のようなになる。

1. 証券市場の総合的改革（日本版ビッグバン）に対応した税制措置

- (1) 有価証券取引税の撤廃
- (2) 取引所税の撤廃
- (3) 配当課税
- (4) 先物・オプション取引課税
- (5) ストック・オプション課税
- (6) 公社債に係る利子課税
- (7) 会社型投資信託及び私募投資信託に対する税制措置
- (8) 持株会社設立等に係る税制措置
- (9) 寄託証券補償基金への拠出金に対する税制措置

2. 高齢化社会に備えた個人金融資産形成のための税制措置

- (1) 少額投資非課税制度の創設
- (2) 確定拠出型企業年金に対する税制措置の創設
- (3) 個人年金型商品のための税制措置
- (4) 株式累積投資制度及び従業員持株制度の推進のための税制措置
- (5) 勤労者財産形成貯蓄の推進のための税制措置

3. 租税特別措置の延長等のための措置

- (1) コマーシャル・ペーパーに係る印紙税率の特例措置（1通につき5千円）を延長すること
- (2) 証券取引所に係る法人税の税率について軽減等の措置を講ずるとともに、法人事業税の税率の軽減措置及び事業所税の非課税措置をそれぞれ現行のまま据え置くこと
- (3) 追加型株式投資信託の収益の分配に係る課税については、現行の平均信託金方式を改め、個々の投資者の収益に応じた課税が行われる方式とするための税制上の措置を講ずること

有価証券取引税の撤廃は冒頭に掲げられ、最重点項目となっている。しかも図表6にあるとおり、フォントサイズが大項目よりも大きく、さらに枠で囲まれている。なお、図表6からわかるとおり、株式等譲渡益課税の見直しについては、利子、配当等の金融商品全体に対する課税のあり方の中で総合的に検討を行うべきであるとしている。

図表6 平成10年度税制改正に関する要望事項（抜粋）

1. 証券市場の総合的改革（日本版ビッグバン）に対応した税制措置

(1) 有価証券取引税の撤廃

わが国証券市場の効率化と国際的競争力強化の観点等から、有価証券取引税を撤廃すること

（注）株式等譲渡益課税の見直しについては、利子、配当等の金融商品全体に対する課税のあり方の中で総合的に検討を行うべきである。

(2) 取引所税の撤廃

わが国市場が国際的な市場間競争における競争力を確保していくため、諸外国に例を見ない取引所税を撤廃すること

(3) 配当課税

配当所得に係る所得税・法人税を通ずる二重課税の排除を徹底する措置を講ずること

(4) 先物・オプション取引課税

先物取引及びオプション取引に係る損益を株式等の譲渡損益の通算対象に加えること

(5) ストック・オプション課税

ストック・オプション制度を利用して取得した株式については、当該株式の譲渡時に一括して課税を行うこと

(6) 公社債に係る利子課税

- ① 非居住者等が受け取る公社債の利子等については、非課税とすること
- ② 国内法人が受け取る公社債の利子等は、一定の要件を下に源泉徴収を行わないこと
- ③ 非居住者等への民間国外債の利子、発行差金の非課税措置を延長するとともに、適用対象債券の制限を撤廃すること

(7) 会社型投資信託及び私募投資信託に対する税制措置

会社型投資信託及び私募投資信託については、その法制に基づくスキームと機能に対応した税制上の措置を講ずること

(8) 持株会社設立等に係る税制措置

金融持株会社制度の円滑な導入のため、証券持株会社の設立等に係る税制上の措置を講ずること

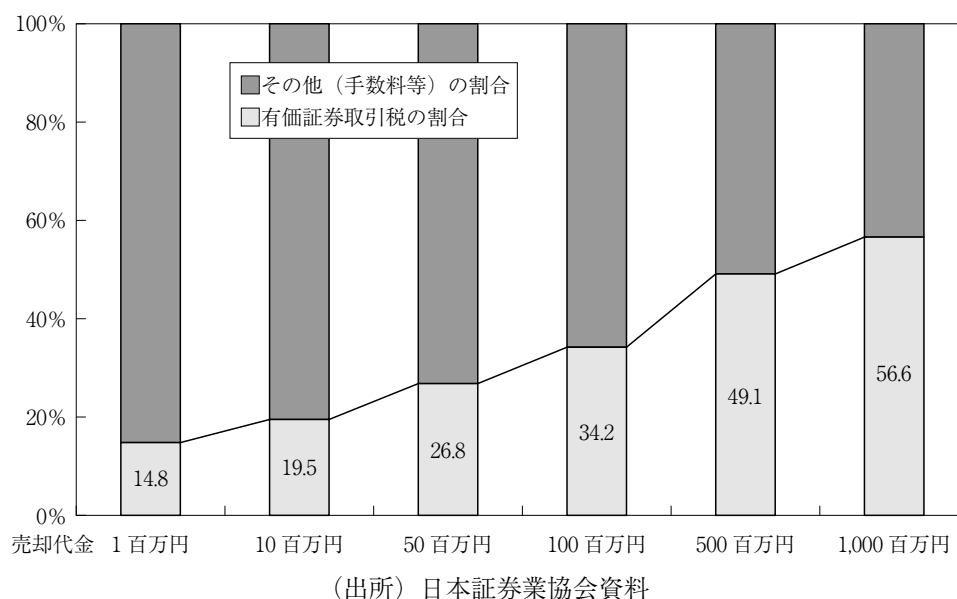
（出所）日本証券業協会資料

さらに、「平成10年度税制改正に関する要望」では、統計資料も用いながら、「1. わが国証券市場の機能発揮がますます重要に」、「2. 証券取引審議会も撤廃を要請」、「3. 有価証券取引税は平成元年に廃止されるべきであった」、「4. 海外では撤廃、軽減の方向」、「5. 株式等譲渡益課税とのセット論には断固反対」、という項目を立てて、有価証券取引税の撤廃が是非とも必要であるという主張を展開している。

「1. わが国証券市場の機能発揮がますます重要に」では、1998年4月からの外国為替制度の自由化により、わが国金融市場がグローバル市場の一角として一層明確に位置づけられる事を踏まえ、わが国市場の国際的競争力強化の観点から、有価証券取引等の流通の一層の円滑化を図る必要があるとしている。そして、このためには、証券取引コストの引き上げ、投資家の投資行動や証券会社による流動性の供給に悪影響を与え、空洞化のおそれの問題も

ある有価証券取引税を撤廃する必要があるとしている。また、東京証券取引所のデータを用いて東京、ニューヨーク、ロンドン、パリ、ドイツの証券取引所における株式売買状況等を比較している。さらに、株式の取引コストに占める有価証券取引税の割合が、売却代金が高くなるにつれて上がっていくことも示している（図表7）。

図表7 株式の取引コストに占める有価証券取引税の割合（売却時）

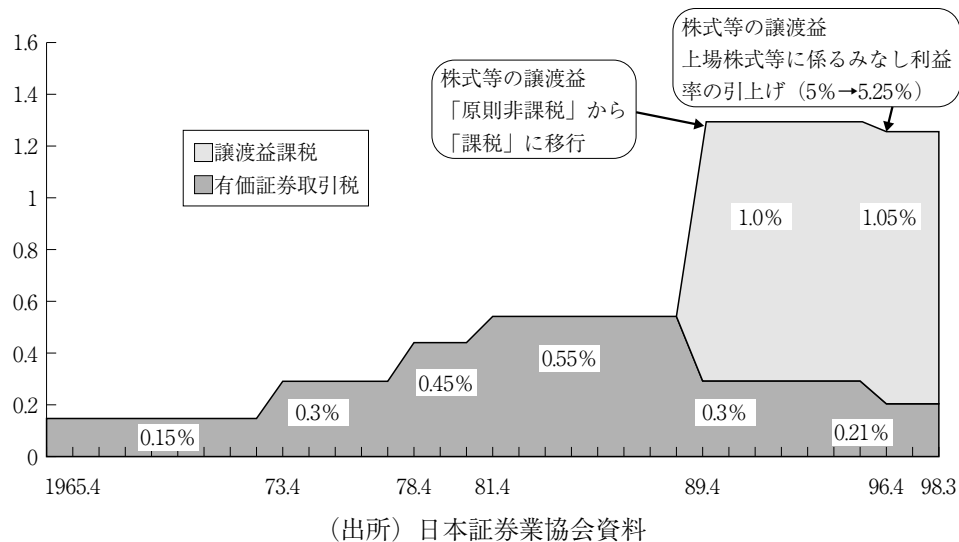


「2. 証券取引審議会も撤廃を要請」では、証券取引審議会報告書「証券市場の総合的改革」から以下の部分を抜粋して掲載している。

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、有価証券取引税について撤廃の方向での検討を要請する。

「3. 有価証券取引税は平成元年に廃止されるべきであった」では、有価証券取引税が1953年に株式等の譲渡益が原則非課税とされた代替として創設されたことを指摘している。そして、その経緯からすれば、1989年4月に株式等譲渡益課税が全面課税に移行された段階で廃止されて然るべきであったとしている。また、図表を用いて1989年4月以降、税率が高くなっていることを示している（図表8）。

図表 8 株式等に係る有価証券取引税及び譲渡益課税の税率の変遷（委託分）



「4. 海外では、撤廃、軽減の方向」では、図表 9 のように各国の有価証券取引税の有無を表にまとめたりしながら、アメリカ、ドイツ、オランダ等ではすでに有価証券取引税等の流通税を廃止していることを指摘している。さらに、有価証券取引税が残っている国でも公社債取引には有価証券取引税がほとんど課税されていないという実態を紹介している。

図表 9 投資家に対する「有価証券取引税」の課税の有無

	株 式	公社債
アメリカ	なし	なし
カナダ	なし	なし
イギリス（譲渡印紙税）	あり（注）	なし
フランス（取引所取引税）	あり（注）	なし
ドイツ	なし	なし
オランダ	なし	なし
日本	あり	あり

（注）1. イギリスでは、外国株については非課税。
2. フランスでは、少額投資に対する非課税制度がある。

（出所）日本証券業協会資料

「5. 株式等譲渡益課税とのセット論には断固反対」では、反対の理由として以下の 2 つを挙げている。1 つ目は課税対象の相違である。株式譲渡益（キャピタル・ゲイン）課税は、個人の株式取引を対象とするものである。それに対し、有価証券取引税は株式のみならず、公社債等も対象とし、さらに個人だけでなく法人等も取引の対象となっていると指摘してい

る⁵。ここから、有価証券取引税減税分をキャピタル・ゲイン課税の強化でカバーしようとするのはフェアではないとしている。2つ目は、キャピタル・ゲインは株式投資のリターンであることから、配当や利子と共通して論ずべきであるというものである。ここから、仮に見直しを行うのであれば、利子、配当等の金融商品全体に対する課税のあり方の中で総合的に検討を行うべきであるとしている。

3.4. 金融取引税制のあり方に関する検討ワーキング・グループ

3.4.1. 問題意識

日本証券業協会は、「今後の金融・資本市場のあり方を考える懇談会」（以下、懇談会）の中間報告である「国民の豊かな生活の実現に向けた金融・資本市場改革」における提言を受け、2007年5月に同懇談会の下に「金融取引税制のあり方に関する検討ワーキング・グループ」（以下、ワーキング・グループ）を設置した。ワーキング・グループの座長は、懇談会の座長である稲野和利氏（野村ホールディングス 取締役兼執行役副社長）が務め、委員は学識経験者、会員又は関係機関の役職員など10名で、筆者はオブザーバーとして参加した。ワーキング・グループは、2007年6月から8月にかけて4回開催された。そして、2007年8月にワーキング・グループにおける検討結果を取りまとめ、「金融取引税制のあり方に関する検討ワーキング・グループ報告書」を公表した。報告書の構成は以下のとおりである。

はじめに

1. 金融所得課税の一体化の促進について

- (1) 基本的視点
- (2) 特定口座制度
- (3) 金融番号制度

2. 配当の二重課税の排除について

3. 投資（証券保有）促進税制について

おわりに

報告書の「はじめに」では、「我が国は、今後の少子高齢化の進展及び国際的な金融・資本市場の競争に対処しなければならない。安定した経済成長を維持し、国民が豊かな生活を実現するためには、預貯金に偏在する約1,500兆円に上る個人金融資産を有効に投資に振り向け、リスクマネーの円滑な供給により間接金融へのリスクの集中を解消するとともに、我が国の金融・資本市場を活性化すること及び国民の金融資産の運用効率を向上させることが必要である。」と指摘したうえで、「貯蓄から投資へ」の流れをより一層推進する政策が求められているとしている。また、懇談会の中間報告では「貯蓄から投資へ」の流れを現実なも

⁵ 平成10年度税制改正に関する要望には、納税主体別の有価証券取引税の負担額（1995年度速報計数）を円グラフにまとめたものが掲載されている。それによると、負担額の合計は4,731億円で、個人の割合は18%、証券会社が22%、金融機関が30%、事業法人等が30%である。

のとするために、2011 年までに、我が国の個人金融資産に占める投資商品の保有割合を現在の約 13%から欧米並み（30%程度）に引き上げるなどの目標提示が行われていることを紹介している。そして、最近の諸外国における税制改革⁶も踏まえ、今後の金融取引税制のあり方として、金融所得課税の一体化、配当の二重課税の排除、投資（証券保有）促進税制について検討し、今後の証券界の税制改革議論の一助となるよう提言を行う、としている。

3.4.2. 報告書の概要

「1. 金融所得課税の一体化の促進について」では、3つの基本的視点を提示したうえで、特定口座と金融番号制度について検討している。3つの基本的視点のうち1つ目の視点は、投資家に簡素でわかりやすい税制である。ここでは、金融商品に係る所得についての課税方式は分離課税、簡素な税制が望ましいとしている。また、金融所得は、金融商品や所得の分類による税負担の違いをなくし、累進課税の対象となる所得に比べて低い税率で課税していくことが必要であるとしている。2つ目の視点は、金融商品間及び間接金融と直接金融の間の中立性に配慮した税制である。ここでは、金融商品間の課税の違いによって選択を左右されないよう、金融商品全般を中立に取り扱えるようにする必要があるとしている。3つ目の視点は、損益通算の範囲を拡大することにより、投資リスクの軽減ができる税制である。ここでは、損益通算に限度額を設けずに金融所得全般に幅広く損益通算を認めることが必要であること、単年で損益通算しきれない損失については長期にわたる繰越しを認めることが望ましいことが指摘されている。

特定口座については、口座数が既に 1,300 万口座を超え、個人の証券投資のインフラとして定着していることを指摘している。さらに、2009 年 1 月に予定されている株券電子化も踏まえ、将来的には金融所得課税の一体化の対象となる金融商品を特定口座に受入れ可能とすることによって、投資家の利便性は大きく向上するものと考えられるとしている。

金融番号制度については、特定口座内での損益通算を考える限りにおいては不要、特定口座外の金融商品との損益通算や複数の特定口座間における損益通算を申告で行う場合においても必要とは考えられないとしている。その一方で、日本版 ISA の導入を検討する場合、大量の資料情報を迅速かつ効率的に整理する必要がある場合には、金融番号制度の導入について検討することも考えられるとしている。そして、番号制度の導入に際してはコスト・ベネフィットの検討も含め、導入の必要性、問題点とその解決方法等を十分に検討すべきであるとしている。

「2. 配当の二重課税の排除について」では、金融所得課税の一体化が達成された場合、個人段階で税率が揃うことになるが、法人段階のことは考慮されていないので、配当に対する法人税と個人所得税の二重課税の問題が解消されるわけではないことが指摘されている。そして、諸外国において様々な対応が図られているが、簡易な調整方法へと変更する流れがあ

⁶ 具体的には、北欧諸国において導入されている二元的所得税が各国の税制改正に影響を与えていること、オランダの所得税制がボックスシステムに変更されていること、ドイツにおいて利子・配当・株式譲渡益に対して 25%の源泉分離課税を導入することが合意されていること、アメリカにおいて配当所得及び 1 年超保有のキャピタル・ゲインについて、軽減税率が 2010 年末まで延長されていることなどである。

ることを紹介している。それらを踏まえ、我が国においても配当所得の2分の1課税といった簡素な調整方式を採用することが提言されている⁷。

「3. 投資（証券保有）促進税制について」では、まず以下の2点を指摘している。

- ① 国民の金融資産の運用効率を向上させるといった観点からも、「貯蓄から投資へ」の流れを一層加速する施策が必要であると考えられる。
- ② 高齢化社会の進展に伴う貯蓄率の低迷が予想される中、我が国の経済成長を継続させるためには、間接金融から直接金融への資金のシフトが重要であると考えられる。

そのうえで、次のような観点に配慮し、税率の軽減など投資（証券保有）促進税制についても、引き続き十分な検討を行う必要があるとしている。

- ・我が国における個人金融資産に占める投資商品の割合は、欧米と比較すると未だ低い状況であること
- ・アジア諸国においては、株式譲渡益、配当等に対する非課税措置などが存在する国もあり、我が国の国際競争力を高めていく観点から、こうした国々の施策にも注視していく必要があること
- ・配当の二重課税の問題の他、間接金融が直接金融に比べ有利な税制となっていることから、税制が市場に与える歪みを少なくし、間接金融から直接金融に資金シフトさせていく必要があること

さらに、報告書では、日本版ISA制度の導入等についても提言している。より具体的には、アメリカのIRAやイギリスのISAなど、諸外国における個人資産を形成するための税制を参考に、我が国においても政府が個人の資産形成を税制面で優遇して奨励するという制度について本格的な検討を開始すべきであるとしている。

3.5. 今後の社会構造の変化を見据えた証券税制等のあり方に関する懇談会

3.5.1. 懇談会設置の趣旨・論点

少子高齢化の進行は、現役世代の負担の増加が見込まれる中で、将来に対する不安から、消費を抑制する動きを助長し、我が国経済の活力の回復の足かせとなる。こうした我が国の現状を鑑み、日本証券業協会は2011年6月に公表した「証券市場の新たな発展に向けた懇

⁷ 2023年1月現在、我が国の調整方式は配当所得税額控除方式（配当控除）である。また、アメリカやドイツでは調整措置はない。ただし、アメリカでは配当所得への軽減税率が適用されている。ドイツでは、配当所得一部控除方式が採用されていたが、利子・配当・株式譲渡益に対する一律源泉分離課税の導入とともに、個人段階における調整は廃止された。イギリスは配当所得一部控除方式（配当所得を2,000ポンド控除）である。フランスもイギリス同様、配当所得一部控除方式であるが、総合課税を選択した場合に適用され、受取配当の60%を株主の課税所得に算入する。なお、かつてはインピュテーション方式が広く採用されていたが、現在はあまり採用されていない。

談会」報告書では、証券界においても「今後の社会構造の変化を見据えた適切な対応の促進」に取り組む必要性が提起された。これを踏まえ、2011年9月に、我が国経済の活力を取り戻し、豊かな生活を維持していくための証券税制等の制度のあり方について、中長期的な観点から検討を行うため、証券戦略会議の下に「今後の社会構造の変化を見据えた証券税制等のあり方に関する懇談会」（以下、本懇談会）が設置された。

座長は井潟正彦氏（野村資本市場研究所 執行役員）が務めた。委員は証券界の代表のみならず、シンクタンク、学界等の外部有識者を加えた14名で構成され、筆者はオブザーバーのひとりとして参加した。本懇談会は、2011年11月から2012年5月までの間に計7回開催され、意見交換においては、委員以外にゲストスピーカーも招かれた。そして、2012年6月に「今後の社会構造の変化を見据えた証券税制等のあり方に関する懇談会」報告書～国民の自助努力へのサポートと我が国の経済の活性化に向けて～」を公表した。この報告書は、本懇談会における検討に当たり、「我が国経済の活性化」及び「現役世代による自助努力の後押し」という2つの観点に立って議論した内容を整理し、とりまとめたものである。

3.5.2. 報告書の概要

報告書は2部構成になっており、第一部「懇談会報告書」の目次は以下のようになっている。

第一部 懇談会報告書

- I. はじめに～懇談会設置の趣旨・論点～
- II. 少子高齢化と教育資金
- III. 少子高齢化と年金制度
- IV. 投資家の裾野を拡大し経済を活性化させるための制度
- V. その他の課題
- VI. おわりに

最初に懇談会設置の趣旨・論点について述べた後、教育資金、年金制度、投資家の裾野を拡大し経済を活性化させるための制度、その他の課題について、本懇談会における議論の内容を整理し、とりまとめている。そして最後の「おわりに」では、今後、市場関係者において取り組むべき内容について提唱している。第二部は「資料編」でプレゼンテーション資料などが掲載されている。以下では、第一部の主要な内容を紹介する。

「II. 少子高齢化と教育資金」では、我が国の教育資金に関する主な問題として以下の点を挙げている。

- ・アジアにおける大学進学率を比較すると、オーストラリア、ニュージーランド、韓国、タイに続き、我が国は5位（約50%）に甘んじている。
- ・我が国の家計における教育費負担は、主要国と比べても高水準にある。また、教育費の家計負担を教育段階別に比べると、大学段階の負担が最も重くなっている。

- ・我が国の現行の大学教育費をめぐる制度は、大学入学以後の支援制度となっている。
- ・我が国同様、大学段階での家計負担の高い米国、英国では、大学入学以後の支援はもちろんのこと、入学以前の準備段階での税制上の優遇制度もあり、充実している。

続いて、米国においては529プラン、英国ではチャイルド・トラスト・ファンドとその後継制度であるジュニアISAといった、大学教育資金作りのための自助努力を後押しする税制優遇制度があることを紹介している。そして、我が国においてもそのような制度が必要であるとし、個人奨学金口座（仮称）の導入を提唱している。なお、この口座については、運用益非課税と贈与税基礎控除枠の前倒し利用を可能とする税制改正を要望すべきであるとしている。

「Ⅲ．少子高齢化と年金制度」では、確定拠出年金制度の問題点について詳細に検討し、改善策として以下のような提言を行っている。1つ目は、加入対象者の拡大である。現行制度において加入対象となっていない、職場にDBのみがある従業員、家庭の主婦などの第3号被保険者、60歳以上65歳未満の者（全員）、公務員について加入の対象とすべきであるとしている。2つ目は、拠出限度額の引上げである。ここでは、マッチング拠出の拠出制限の撤廃と「生涯拠出限度額」の概念の導入を提唱している。3つ目は、中途引き出し要件の緩和である。アメリカの制度を参考に、医療費、介護関連の支出など、一定の条件を定めた上で、困窮時の引き出しを認めること、融資を可能とすべきことを提唱している。4つ目は、特別法人税の撤廃である。運用利回りがマイナスになるのが珍しくない現状、残高に対する課税は過度に厳格であり、撤廃を提唱するとしている。他にもデフォルト商品（初期設定商品）など、税制以外の論点についても検討されている。

さらに、中長期的な課題としての新たなスキームの提示ということで、確定拠出年金制度とは別の新たな枠組みである日本版IRAについても議論している。これは米国のRoth IRAを参考に提唱された制度である。ただし、報告書では日本版IRAに賛同する意見が多くあった一方、制度が複数存在して利用者が混乱するのではないか、という意見があったことが記されている。

「Ⅳ．投資家の裾野を拡大し経済を活性化させるための制度」では、日本版ISAについて検討している。本懇談会では、2014年1月からの導入が決まっている、少額の上場株式等投資のための非課税措置（日本版ISA）について活発な議論が行われた。報告書では、日本版ISAについて自助努力の促進という概念においては賛同する意見も出されたものの、問題点もあり、現状の制度についてより利便性を向上させること及び事務手続きを簡素にするなどの措置が必要ということでは意見が一致したとしている。

なお、ここで挙げられた日本版ISAの問題点とは、①3年間の暫定措置としての制度であること、②1年間1人1口座に制限されているなど制度の実務上の運用が煩瑣又はシステムコスト負担が重いこと、③1年間100万円までと投資額が制限されていること、④ISA口座内での商品の乗り換えという考え方が認められず、いったん売却すると枠が再利用できないこと、⑤投資対象商品が上場株式等に限定されていること、の5点である。

報告書の「おわりに」では、今後、市場関係者において取り組むべき内容について、「早

期に取り組むべきこと」、「中長期的に取り組むべきこと」、「その他取り組むべきこと」に分けて提唱している。「早期に取り組むべきこと」については、税制改正要望の検討・実施という観点から、以下の3つを挙げている。

- ・証券界として確定拠出年金制度のさらなる普及のため、その問題点につき税制改正要望を行う。
- ・2014年に制度導入が予定されている日本版ISAについては、その拡充を図るとともに、個人投資者の利便性及び金融商品取引業者等の実務に配慮した簡素なものとするについて税制改正要望を行う。
- ・個人奨学金口座（仮称）の導入に向けた詳細なスキームづくりの検討を行うとともに、税制改正要望を行う。

「中長期的に取り組むべきこと」では、日本版IRAについて取り上げている。日本版IRAは現役世代の引退後の所得確保を自助努力により行う上で非常に有望な制度である、としたうえで、導入する場合のスキームや問題点、更には税制優遇のあり方などについて、実務上の観点からの検討が進められることを希望したいとしている。「その他取り組むべきこと」では、新たな金融商品（特に投資信託）の開発と金融・証券教育における普及・啓発活動について提言が行われている。

4. まとめ

本稿では、証券税制の中でも特に有価証券取引税・取引所税の廃止と有価証券譲渡益課税の見直しに焦点をあて、日本証券業協会の取り組みについて概観してきた。冒頭でも述べたように、本稿の3章では、①日本証券業協会が行った有価証券取引税撤廃の効果に関する試算、②平成10年度税制改正要望時の「有価証券取引税撤廃に向けたキャンペーン活動」の内容、③平成10年度税制改正に関する要望の内容、④金融取引税制のあり方に関する検討ワーキング・グループの取り組み、⑤今後の社会構造の変化を見据えた証券税制等のあり方に関する懇談会の取り組み、について紹介した。①から③の取り組みから、日本証券業協会が税制改正において重要な役割を果たしてきたと評価することができる。また、④や⑤の取り組みから、日本証券業協会が社会の変化を見据えて中長期的な観点から証券税制のあり方について議論をしてきた姿が明らかになった。

少子高齢化の更なる進行や納税申告のデジタル化の進展など、社会は今も大きく変化している、その中で証券税制のあり方も新たな局面に来ている。日本証券業協会には、ますます重要な役割を果たしていくことが期待される。

参考文献

- ・財団法人 資本市場研究会（1986）『税制資料集 I 有価証券譲渡所得税 有価証券取引税』
- ・財務省財務総合政策研究所財政史室編（2014）『平成財政史—平成元～12年度 第4巻 租税』 一般財団法人 大蔵財務協会

- ・ 資本市場研究会「証券税制を考えるグループ」(1994)「やさしく くわしい 証券税制 第1回 有価証券取引税」『月刊資本市場』 No.102、54-66 ページ
- ・ 資本市場研究会「証券税制を考えるグループ」(1994)「やさしく くわしい 証券税制 第2回 取引所税」『月刊資本市場』 No.103、71-84 ページ
- ・ 資本市場研究会「証券税制を考えるグループ」(1994)「やさしく くわしい 証券税制 第3回 有価証券譲渡益課税 (その1)」『月刊資本市場』 No.104、70-84 ページ
- ・ 資本市場研究会「証券税制を考えるグループ」(1994)「やさしく くわしい 証券税制 第4回 有価証券譲渡益課税 (その2)」『月刊資本市場』 No.105、73-87 ページ
- ・ 富永秀和 (1994)「有価証券取引税の株式市場に与える影響について— CRS 報告の紹介と東証での試算」『証券』 1994 年 3 月号、18-37 ページ
- ・ 野村容康 (2017)「キャピタルゲイン課税」証券経済学会・公益財団法人 日本証券経済研究所編『証券事典』 一般社団法人 金融財政事情研究会、925-929 ページ
- ・ 山田直夫 (2024)「証券税制」公益財団法人 日本証券経済研究所『図説日本の証券市場 2024 年版』、268-289 ページ

8. 非上場株式の取引制度

桃山学院大学 経営学部 教授 松尾 順介

要旨

戦後の株式取引では、非上場株式取引が一定の存在感を有し、新興企業の育成においても重要な役割を果たしていた。また、この非上場株式取引の制度運営は、日本証券業協会（1973年の統合前は各地区の証券業協会）によって担われてきた。したがって、本稿では、非上場株式取引の歴史的変遷を概観した上で、この市場における日本証券業協会の役割を検討する。

まず、日本証券業協会設立以前の時期については、非上場株式取引は店頭売買承認銘柄制度（1951年創設）の下で活発な売買が行われたが、1961年に同制度は取引所第二部として取引所に吸収された。二部市場開設後は、1963年に店頭登録制度が導入され、やがて1983年に「新店頭市場」といわれる制度整備が行われ、市場は拡大した。1973年の日本証券業協会の設立は、このような非上場市場の運営において重要な役割を果たした。その後、この市場はJASDAQと改称されるが、2004年にジャスダック証券取引所として取引所化された。なお、この間にグリーンシート銘柄制度が創設（1997年）され、拡大傾向を示したが、適時開示規制など取引所並みの規制が導入されたことから市場は縮小し、結果的に廃止された。このような動きを受けて、2015年には株主コミュニティ制度が創設されたが、現時点においては、かつての非上場株式市場のような存在感を示しているとはいえない状況である。ただし、最近では様々な取り組みも見られ、今後の展開が注目される。

目次

1. はじめに
2. 株式店頭市場の沿革
 - 2.1. 戦後～新店頭市場発足までの推移
3. 新店頭市場の展開（1983～1991年）
 - 3.1. 店頭市場の機能拡充（1983年）
 - 3.2. 「新店頭市場」の拡大
 - 3.3. 店頭市場改善策（1989年）
4. JASDAQの発足と展開（1991～2004年）
 - 4.1. JASDAQの発足
 - 4.2. 行為規制などの制度整備（1991～1992年）
 - 4.3. 店頭登録特則銘柄制度（1995年）
 - 4.4. 店頭市場の位置付けの見直し（1997年）
 - 4.5. ナスダック・ジャパンの創設（2000年）
 - 4.6. JASDAQ証券取引所開設（2004年）
5. グリーンシートと株主コミュニティ制度（1997年～）
 - 5.1. グリーンシート制度創設（1997年）

- 5.2. 導入後の整備拡充
- 5.3. グリーンシート市場の推移
- 5.4. 株主コミュニティ制度創設と展開（2015 年～）
- 5.5. 株主コミュニティ制度の推移
- 5.6. 株式投資型クラウドファンディングの導入と展開
- 6. まとめ
 - 6.1. 非上場市場における協会の歴史的役割
 - 6.2. 非上場市場の可能性
 - 6.3. 今後の課題と展望

1. はじめに

本稿では、日本証券業協会（以下「協会」という。）の重要な取り組みの一つである、非上場株式市場（店頭市場）を取り上げる。

株式取引は、証券取引所に上場されている上場株式取引と証券取引所に上場されていない非上場株式取引に大別されるが、上場株式取引が高度に組織化され、競争売買により大量取引を消化できる機能を有する取引所で執行されるのに対し、非上場株式取引は、個々の証券会社の店頭において顧客と証券会社との間、あるいは証券会社相互間の個別的な売買取引、いわゆる相対売買の形で取引が行われることを基本とする。

戦後の株式取引においては、証券取引所上場市場と並んで、非上場市場も重要な役割を果たしており、その運営においては、1973 年の協会設立前から東京・大阪などの各地区の証券業協会がその役割を担い、現在に引き継がれている。

また、戦後日本の上場市場と非上場市場の位置付けは、取引所上場会社に対して社会的なステータスが認められ、企業成長のモデルと認識される一方、非上場市場は上場の前段階にある「未上場会社」と認識され、自ずと社会的序列が形成されてきたという点も看過できない。つまり、非上場から上場への単線的な成長モデルが通例とされ、非上場市場を独自のエコシステムを持つ市場とするような認識は、日本社会においてはほとんど形成されなかったといえる。その観点から、現在の株主コミュニティ制度が今後どのような市場を形成するのかが注目される。

このような背景を踏まえつつ、本稿では、この非上場株式市場の歴史的な展開について、1983 年のいわゆる「新店頭市場」からグリーンシート制度や株主コミュニティ制度までを対象に概観したうえで、協会の果たしてきた役割を検証するとともに、現在の課題及び今後の展望について考察する。なお、非上場株式取引は、店頭取引と称されることが通例であることから、本稿の記述においても店頭取引を多用する。これに関連する非上場銘柄や非上場市場等についても同様である。

2. 株式店頭市場の沿革

1973 年 7 月、地区ブロック毎に設置されていた証券業協会が全国組織として統合され、協会が設立されたが、設立後の協会及び会員証券会社にとって、株式店頭市場の運営及びそ

の育成事業は、当初からの重要な取り組みの一つであった。

協会が全国組織として統合されたことは、株式店頭市場にとって、全国一律のルールが制定され、統一的な規制のもとに規律付けられる重要な節目となった。このことは同時に、行政にとっては、店頭市場の管理・統制の簡易化につながるとともに、店頭市場の育成に本格的に取り組む契機となった面もあったと思われる。というのは、協会発足までの株式店頭市場は、東京、大阪、名古屋の各地区協会によって運営されており、ある程度は横並びであったとはいえ、各地区協会がそれぞれ異なるルールを定めるなど、必ずしも統一的なものではなかったからである。

協会が全国組織として統合される以前の株式店頭市場から、1983年11月のいわゆる新店頭市場発足までの推移については、以下のとおりである。

2.1. 戦後～新店頭市場発足までの推移

2.1.1. いわゆる集団売買の時期（1945～1949）

戦後、GHQによって証券取引所が閉鎖されたため、各証券会社の売買担当者が一定の場所に集合して株式を売買する、いわゆる集団売買が自然発生的に行われるようになったことが知られている。証券取引所の閉鎖は1949年5月までの長期にわたり、この間の株式取引は店頭市場によらざるを得なかったため、店頭市場は取引所市場の代替市場的な役割を果たしていたといえる。

2.1.2. 店頭売買承認銘柄制度の時期（1949～1961）

1949年5月に東京、大阪及び名古屋の各取引所が再開された。しかしながら、その後も非上場の店頭売買が活発に行われていたことから、1951年8月、当時の東京証券業協会は非上場会社を育成するとともに、中堅・中小企業に資金調達のを提供するという観点から店頭売買承認銘柄制度を創設した（大阪は1952年7月、名古屋は1953年2月）。

この制度は、証券業協会が一定の基準に適合した株式を店頭売買承認銘柄とし、証券取引所の構成員である才取会員がこれらの株式について証券会社間の売買を仲介することによって、その流通の円滑化を図るものであったが、その後、売買が一段と活発化するにつれて半ば組織化された形での集団売買が行われるようになった。1959年頃からわが国経済の急成長に伴って株式公開ブームが出現し、店頭売買承認銘柄の銘柄数及び売買高は急激な増加を続け、1961年頃には、その市場の規模は東京、大阪両証券取引所に次ぐものとなった。

その間、価格が大きく変動する銘柄も現れ、投機的な取引も見受けられる一方、店頭市場の運用体制が未整備なままで取引が活発化していることが問題視されるようになった。このため、証券取引審議会（以下「証取審」という。）は、株式店頭市場の問題について検討を重ねた結果、半ば組織化された集団売買は、証券取引法（以下「証取法」という。）第191

条（当時）の規定¹に抵触するおそれがあること、店頭市場では価格形成や受渡しで投資者保護の面において不完全であること、中堅・中小企業の資本調達の観点からも不十分であること等を理由として、既存の取引所に市場第二部を設け、店頭売買承認銘柄をこれに吸収すべきであるとの結論に達し、1961年、その答申「集团的店頭取引の組織化について」を提出した。この答申を受けて、東京、大阪及び名古屋の各取引所に市場第二部が開設され、店頭売買承認銘柄の大部分が同第二部に上場された。なお、取引所市場第二部の発足に伴い、店頭売買承認銘柄制度は廃止された。

2.1.3. 店頭登録制度の創設からいわゆる「新店頭市場」の発足前まで（1963～1983）

取引所市場第二部開設後も日本経済の高度成長を背景として、中小規模の未公開会社が資本調達を店頭市場に求める動きが見られたため、これらの会社の発行する株式について、一部の証券会社による気配交換及び店頭売買が行われるようになった。これをそのまま放置すれば、再びかつての集団売買が行われる懸念があることから、1963年2月に証券業協会は新たに店頭登録制度を設け、一定の要件を具備した株式について証券会社からの申請に基づき、証券業協会が店頭登録銘柄として登録し、証券会社間の売買値段（高値と安値）、売買高等を発表するとともに、当該銘柄の発行会社に関する資料の開示を図ることとした。

1971年に証取法の改正が行われ、上場会社と同様、店頭登録会社に有価証券報告書の提出義務が課されることになり、店頭登録会社は公開会社として位置付けられることになった。

1975年7月、協会は株式店頭市場が非上場の中堅・中小企業の株式の流通の場、ひいてはこれら企業の育成の場としての本来の機能を十分に発揮できるようにすることを目的として、株式店頭市場の整備改善に関する一連の具体策を決定した。同改善策の内容は、①店頭市場における売買値段の平準化と売買の迅速化を図るため、全国的規模で店頭売買銘柄の証券会社間売買を仲介する専門証券会社を設置する、②登録銘柄の質的向上を図るため、登録基準の強化を図る、③店頭市場における売買取引ルールの整備を図る、などである。これらの改善策の趣旨に沿って、1976年6月、日本店頭証券株式会社（以下「日本店頭証券」という。）が全国の証券会社187社（当時）の均等出資により設立されるとともに、それまでの店頭売買規則が整備統合され、新たに公正慣習規則第1号「店頭における株式の売買その他の取引に関する規則」及び同第2号「店頭売買銘柄の登録及び値段の発表に関する規則」が制定された。

1976年5月には、証取審報告「株主構成の変化と資本市場のあり方について」において、上場諸基準の強化と併せて、株主保護の観点から、早急に店頭市場の一層の整備を図ることが必要であるとの提言が示された。

¹ 1948年制定の証券取引法では、上場有価証券の取引は証券会社によって組織された会員組織法人（証券取引所）に限られ、取引所以外で売買することが禁止されていた（いわゆる市場集中義務）。さらに、取引所に類似する施設の開設も禁止されていた。当時、証券取引所の役割は、有価証券市場を開設し、より多くの注文を取引所に集中させることで流動性と価格発見機能の向上を図るとともに公正な価格形成を確保することを企図するものであったが、その後、いわゆるPTSの導入など、市場間競争の促進などの政策的意図によって、この規制は撤廃された。

その後、1983年6月証取審は、「株式市場の機能拡充について—中堅・中小企業と株式市場との関連を中心として—」と題する中間報告を発表した（後述）。

協会はこの証取審の中間報告を受けて、1983年9月に「株式店頭市場の機能拡充についての要綱」を取りまとめ、この要綱に基づいて店頭売買関係諸規則を整備・改善し、同年11月1日から施行した。

3. 新店頭市場の展開（1983～1991年）

3.1. 店頭市場の機能拡充（1983年）

証取審では、1982年4月以降、「今後の株式市場のあり方について—個人株主問題を中心として—」をテーマとした審議が開始された。審議内容としては、わが国の株式市場の実態について総括的な議論を踏まえたうえで、各論として時価発行公募増資についての議論が行われ、その中間報告「株式時価公募増資の諸問題とその改善策」（1982年12月）が取りまとめられ公表された後、株式市場の機能拡充について検討され、「株式市場の機能拡充について—中堅・中小企業と株式市場の関連を中心として—」（1983年6月）と題する中間報告が取りまとめられ公表された。

この中間報告は、1. 株式市場の機能拡充の必要性、2. 株式市場の機能拡充の基本的考え方、3. 取引所市場の機能拡充、4. 店頭市場の機能拡充の4項目から構成されている。

第一に、株式市場の機能拡充の必要性においては、現在の株式流通市場が取引所取引に集中している反面、店頭市場は銘柄数や売買高も取引所に比べて不活発であること、上場市場では公募増資が主流であるのに対し、店頭市場では公募増資が原則として認められておらず、発行市場としての機能を果たしていないことを指摘している。さらに、①将来性のある未上場企業における長期安定資金調達ニーズの高まり、②個人投資家における成長性の高い中堅・中小企業への関心の高まり、③証券会社における、これら企業及び投資家のニーズを円滑かつ効率的に仲介するという意欲の高まり、という3点から機能拡充の必要性を指摘している。

第二に、株式市場の機能拡充の基本的考え方では、株式市場の機能拡充の基本的な考え方として、①投資者保護の徹底と投資者の自己責任原則の確立、②取引所市場と店頭市場の適切な役割分担と連携・協調、③市場参加者の市場への健全な参加についての配慮が必要であるとしている。このうち①については、制度面の改善によって投資者保護が進展しているという認識のもとに、取引所市場と店頭市場の性格の違いに応じた適切な対応が必要であるとしている。また、②取引所市場と店頭市場の関係については、店頭銘柄は相対的にリスクが大きいことから、店頭市場は「基本的には、ひきつづき取引所市場の補完的機能を果たしていくことが望ましい」との結論を示している。さらに、③市場関係者に望まれる姿勢としては、中堅・中小企業経営者に対しては、資金調達に際しては長期的観点に立った慎重かつ着実な姿勢を求め、投資者に対しては、相対的にリスクが大きいことを承知した上での市場参加を求めている。さらに、証券会社に対しては、長期的視点に立って、投資者の信頼の確保、企業への支援及び株式市場の整備・育成に努めることを求めている。

第三に、取引所市場の機能拡充では、上場企業として成長性の高い中堅・中小企業を一層増加させ、投資者にとって魅力ある投資対象の範囲を拡大させるために、上場の途を拡大し、

取引所市場の機能強化を図るという考え方の下で、具体的には上場基準の見直しを行うこととしている。

第四に、店頭市場の機能拡充では、将来性のある未上場の中堅・中小企業に対して株式の公開、流通及び資金調達を提供するとともに、投資者に魅力ある投資対象を提供するという観点から店頭市場の整備を図るという考え方の下で、具体的には以下の措置を提案している。

- ① 株式公開基準の緩和：中堅・中小企業の店頭市場への株式の公開を容易にするため、登録基準の緩和を行う。また、登録時に流通性を付与するために、株式の売出しを原則とするが、新規発行株式の供給も認める。
- ② 流通市場としての機能拡充：投資勧誘の規制緩和、自己売買の規制緩和、登録銘柄ディーラー制度の導入、売買管理の充実を図る。
- ③ 発行市場としての機能拡充：店頭市場における価格形成及び流通状況を十分考慮して、公募増資を認める。
- ④ ディスクロージャー：公募増資に当たっては有価証券届出書及び目論見書にリスク情報を記載させる、協会がタイムリー・ディスクロージャー制度を導入するための措置を講じる。

この中間報告を受けて、協会は同年9月、「株式店頭市場の機能拡充についての要綱」を決定した。同要綱は中間報告の趣旨に沿った改善策であり、制度の運用状況の推移をみて適時改善を行うとともに、概ね1年後を目途に見直しを行うものとした。

協会は、この要綱に沿って1983年11月から店頭登録基準及び投資勧誘規制の緩和、店頭登録銘柄ディーラー制度及び公募増資の導入などを実施した。このうち、店頭売買銘柄の投資勧誘については、従前は「店頭における株式の売買その他の取引に関する規則」において、①顧客を一方向的に誘引する投資勧誘は行わないこと、②株式投資の経験のない顧客に対して勧誘を行わないこととされていた²ところ、登録銘柄については、顧客の意向と実情に適合した勧誘を行えることとした³。なお、登録銘柄以外の銘柄については、引き続き、投資勧誘は行わないこととされた⁴。

また、同時に東京、大阪をはじめとする各取引所も上場株式数基準等の引き下げなど、上場基準の緩和を実施した。例えば、直近期末の上場株式数について、東京証券取引所は1,000

² 大蔵省証券局長通達「株式店頭市場の整備に伴う証券会社の営業態度について」（1976年7月1日付）において、店頭市場は取引所市場に比べ市場の規模が格段に小さく、株式の流通性に大きな制約があるため、投資者保護の必要性もいちだんと強く要請されとの見地から、「店頭売買銘柄については、積極的に勧誘をしてはならず、また、株式投資の経験のない顧客に対する勧誘を行ってはならないこと」とされたことを受けて定められた。

³ 投資勧誘規制の一部緩和が講じられたものの、大蔵省証券局長通達「株式店頭市場の適正な運営について」（1983年11月1日付）において、店頭市場における投資勧誘に当たっては、店頭取引に伴うリスクに耐え得る投資者のみを対象とするなど、取引所市場に比べ店頭市場における投資は相対的にリスクが大きいとする特殊性に鑑み、引き続き、慎重な対応が求められるとされた。

⁴ 非上場株式の投資勧誘禁止の原則は、現在、「店頭有価証券に関する規則」第3条に受け継がれている。株主コミュニティや株式投資型クラウドファンディングをはじめとする非上場株式の取引に関する規則において一定の要件の下に投資勧誘が認められているのは、この原則の例外である。

万株から 600 万株、大阪証券取引所は 600 万株から 400 万株、名古屋証券取引所は 400 万株から 200 万株へとそれぞれ引き下げた。なお、大阪証券取引所では、地元企業の上場を促進するため、第二部の中に特別指定銘柄制度（いわゆる新二部）を導入し、より緩い基準を設定した。

3.2. 「新店頭市場」の拡大

1983 年の証取審報告を受けて大きく改革された店頭市場は、しばしば「新店頭市場」と呼ばれるが、これ以降の店頭市場は顕著な拡大傾向を示すようになった。

まず、銘柄数の推移をみると、以下の図表 1 の通りである。新店頭市場の発足前は、店頭登録銘柄の会社数は、110 社程度であり、東京証券取引所第二部の 3 割程度に過ぎなかったが、新店頭市場発足後は堅調に増加傾向を示し、1990 年には 342 社に達し、同二部の 436 社の 8 割強となり、これに比肩する存在となった。

図表 1 店頭登録会社数の推移

年	登録会社	店頭管理銘柄発行会社	合計 (A)	東証二部(B)	A/B (%)
1980	109	34	143	442	32.4
1981	110	29	139	438	31.7
1982	118	27	135	445	30.3
1983	111	26	137	438	31.3
1984	116	23	139	412	33.7
1985	127	22	149	424	35.1
1986	140	21	161	424	38.0
1987	151	21	172	431	39.9
1988	196	20	216	441	49.0
1989	263	16	279	436	64.0
1990	342	15	357	436	81.9

（資料）日本証券業協会店頭株式統計年報及び東京証券取引所統計月報

次に、売買高の推移は、図表 2 の通りである。新店頭市場発足前の売買高は、年によってばらつきがあるものの、概ね 1 ～ 2 億株程度であり、東京証券取引所第二部との比率も概ね 3 ～ 5% 程度であったが、新店頭市場発足後は銘柄数と同様に堅調に増加し、1990 年には 10 億株を上回り、同二部との比率も 30% を上回るようになった。

図表 2 店頭銘柄売買高の推移

年	店頭登録銘柄	店頭管理銘柄	合計 (A)	東証二部 (B)	A/B (%)
1980	41,381,500	181,502,300	222,883,800	2,025,479,000	11.0
1981	33,617,100	57,991,600	91,608,700	1,619,159,000	5.7
1982	32,673,800	35,898,200	68,572,000	2,094,561,000	3.3
1983	68,923,000	60,859,300	129,782,300	4,234,548,000	3.1
1984	102,032,500	83,586,000	185,618,500	4,501,946,000	4.1
1985	118,206,000	74,034,000	192,240,000	3,657,939,000	5.3
1986	203,722,200	65,995,000	269,717,200	4,097,260,000	6.6
1987	181,445,200	171,157,000	352,602,200	4,200,956,000	8.4
1988	290,103,200	187,545,000	477,648,200	4,029,185,000	11.9
1989	529,276,964	134,849,000	664,125,964	4,247,075,000	15.6
1990	1,065,583,496	197,522,000	1,263,105,496	4,064,606,000	31.1

(資料) 日本証券業協会店頭株式統計年報及び東京証券取引所統計月報

このような市場拡大の背景として、より一層の制度的な改善が進められていったことが挙げられ、特にエクイティファイナンスの規制緩和については、店頭登録時の公募増資（1984年）、店頭登録会社の時価発行公募増資（1986年）、店頭登録会社の公募転換社債発行（1987年）、同中間発行増資（1988年）が実現し、さらに後述するように1989年には公募増資ルールが緩和された。このような措置によって、図表3に示されるように、店頭登録会社の資金調達は、新店頭市場発足後、堅調な増加傾向を示している。新店頭市場発足前は、概ね年間100億円を超えない状況であったが、新店頭市場発足後は年によってばらつきがあるものの、年間200～400億円となり、バブル経済の膨張を背景に1989年約1,280億円、1990年約2,100億円となった。

図表 3 店頭登録会社の資金調達状況

(単位：百万円)

年	有償増資総調達額		株主割当		公募		第三者割当	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額
1980	14	9,735	5	718	0	—	9	9,017
1981	16	4,724	9	722	0	—	7	4,001
1982	13	9,300	3	410	0	—	10	8,890
1983	7	12,256	2	1,020	0	0	5	11,236
1984	21	46,515	2	384	0	0	19	46,131
1985	10	19,245	1	100	0	0	9	19,145
1986	16	23,116	2	1,120	4	7,888	10	14,108
1987	16	38,424	0	0	4	10,287	10	28,137
1988	14	47,567	0	0	7	35,189	7	12,378
1989	25	128,031	1	900	19	116,654	5	10,477
1990	18	209,963	2	30,277	4	78,152	12	101,534

(資料) 日本証券業協会店頭株式統計年報

また、登録銘柄ディーラー制度については、1983年11月に協会は店頭気配伝達室を開設した。ここでは、登録銘柄ディーラーの売買気配の伝達業務、伝達された気配の発表業務、売買業務は電話と手作業であり、関係者によると、これらの作業はいわば人海戦術で行われていたようである。このような状況下において、より公正な価格形成と取引の円滑化を図るために、気配伝達業務を機械化し、すべての売買気配を1か所に集中させることによって、登録銘柄ディーラーの機能を十分に発揮させるとともに、投資者に最良の気配をリアルタイムで提供し、さらに協会が店頭市場の管理機能を十分に発揮し得るようなコンピュータ・システムを構築することは、新店頭市場発足時からの重要な懸案事項であった。そこで、協会は、1984年7月、株式会社市況情報センター（現在の株式会社 QUICK）のコンピュータ・システムを利用した気配伝達、発表及び売買管理の機械化とともに、証券会社から協会への売買値段等の報告及び協会の売買管理業務についても機械化を図ることを決定し、所要の規則を改正、同年7月7日から実施した。これによって、登録銘柄ディーラーが自社の端末機から気配等を入力するとリアルタイムに各証券会社の店舗等に設置されている端末機に出力されるシステムが構築された。

このようなシステムが稼働したにもかかわらず、実際には売買の大半は、従来の日本店頭証券を通じた委託売買であり、マーケットメイカー制度を基本とした登録ディーラー制度の利用は、きわめて限定的なものにとどまった。

3.3. 店頭市場改善策（1989年）

1988年6月、いわゆるリクルート事件が発覚し、公開前の株式取引について大きな社会的関心が集まるとともに、株式公開の公正性や透明性が強く要請されるようになった。このような状況を背景として、証取審不公正取引特別部会は、緊急に株式公開制度に関する問題を審議テーマとして取り上げ、1988年12月「株式公開制度の在り方について一問題点とその改善策一」と題する報告書を取りまとめた。同報告書は、現行の株式公開制度について様々な問題点を指摘した上で、その改善策を提言した。これを受けて各証券取引所、協会及び大蔵省において規制の見直しが行われ、1989年4月から新株式公開制度が実施された。

このうち協会は、「株式店頭市場の改善策要綱」（1989年2月）を取りまとめた上で、公正慣習規則第2号「店頭売買銘柄の登録及び値段の発表に関する規則」等の一部改正及び「登録前の第三者割当増資及び特別利害関係者等の株式移動等に関する規程」等の制定を行った。なお、これら規則の改正の骨子は、①公開価格と初値との乖離を縮小するために、株式公開直前の株式の募集または売出しについて、その株式（公開株）の一部を一般投資家の参加する競争入札に付し、その落札価格に基づく価格により入札後の募集または売出しを実施する、②株式公開前一定期間の特別利害関係者等の株式移動及び第三者割当増資等に関する規制の

整備・強化ならびに従来からの規制内容等の明確化を図る、というものであった⁵。

したがって、新公開制度は、①公開株式の価格決定方法等の改善、②公開前の株式移動及び第三者割当増資等に関する規制、③特別利害関係者等への株式移動の開示を含むものとなった。その要点は以下である⁶。

まず、公開株式の価格決定方法等の改善について、基本的な考え方は、公開価格と初値との乖離及び公開株式の配分の実態をめぐる種々の問題を改善することを企図するものであった。その背景としては「新規公開株は必ず値上がりする」といわれる状況で、引受証券会社が営業政策上、特定の顧客に公開株式を配分しているという一般投資家の批判や不公平感があっただけでなく、殖産住宅事件最高裁決定（1988年7月18日）において、「確実に値上がりが見込まれる公開株式を公開価格で取得できる利益は、それ自体が贈収賄罪の客体となる」との判断が下されたことも指摘される⁷。したがって、新公開制度では、公開価格の決定方式として一部に競争入札を取り入れ、それをもとに公開価格を決定する「公開株式の一部入札制度」が導入されるとともに、店頭登録銘柄の最低公開株式数も拡大された。さらに、公開株式の競争入札及び入札後の公募または売出しに関する規制も整備された。

次に、公開前の株式移動及び第三者割当増資等に関する規制については、基本的な考え方としては、リクルート事件で問題となった公開前の株式取引における値上り益の取得が一般投資家の不信感を招いたことを背景としたものである。具体的には、①株式移動の規制期間を設けるとともに、適正と認められる価格であり、かつ正当な理由がある場合の例外措置を設ける、②公開前の第三者割当増資についても同様の規制期間を設けるとともに一定の要件の範囲内で例外措置を設ける、③公開前の転換社債等の移動・発行等についても公開前の株式の移動等の規制と同様の取扱いを行う、というものである。

第三に、特別利害関係者等の株式移動等の開示については、大蔵省は「企業内容等の開示に関する省令」の一部を改正し、1989年4月1日以降株式公開を行うものから特別利害関係者等の株式移動等に関する開示制度を導入した。

また、協会は、前述の「株式店頭市場の改善策要綱」において、株式公開制度の改善とともに、株式店頭市場の活性化についての措置を講ずることを公表した。その主な内容として、①発行市場としての機能整備として、公募増資制限の撤廃などによる公開株数の増大等を実施するとともに、既登録会社に関する公募増資ルール等についての見直しを行うこと、②売買値段等の発表方法の改善として、発表値段等の充実などを行うこと、③日本店頭証券の機能の充実として、処理能力の向上やオンライン・リアルタイム・システムの導入、④外国株式の国内店頭取引の促進が盛り込まれた。

⁵ 大蔵省証券局年報編集委員会『第27回 大蔵省証券局年報 平成元年版』、1989年、28～29頁。なお、ここでいう「特別利害関係者等」とは、①当該会社の役職員（役員持株会を含む）、その配偶者及びその二親等以内の血族（以下「役員等」という）、役員等が所有する株式の数または出資の額の合計が過半数を超えている会社、ならびに当該会社の関係会社及びその役員、②当該会社の大株主上位10名、③当該会社の人的会社及び資本的関係会社ならびにこれらの役員、④証券会社及びその役員ならびに証券会社の人的関係会社または資本的関係会社をいう。

⁶ 大蔵省証券局年報編集委員会『第27回 大蔵省証券局年報 平成元年版』29～35頁、参照。

⁷ 同上、29頁。

このうち公募増資に関しては、自主ルールである「株式店頭市場における公募増資に関する考え方」及び「同運用方針について」の一部改正を行った。その主な改正点は、売買高及び値付率の基準の弾力化、公募株数限度の緩和、証券取引所に上場可能な会社の公募増資に対する制限の撤廃、発行価格の決定に際しての算定期間もしくは基準となる安値について条件決定日を含めることができることとしたことなどである。

また、売買値段等の発表方法の改善としては、従来、東京、大阪及び名古屋の三つの指定地区協会毎に登録銘柄等の運営・管理が行われ、売買値段を発表するという制度が採用されていたが、指定地区協会の管轄地以外に所在する企業の店頭登録が徐々に増加してきたこと、店頭登録会社が全国的な値段発表を希望していること、さらに投資者に対して均一な価格情報等が提供される必要があることなどを勘案し、この指定地区制度が廃止され、売買値段等発表制度の全国一元化が実施された。また、協会業務委員会の下部機構として東京、大阪及び名古屋地区協会にそれぞれ設置されていた「株式店頭市場監理専門委員会」が統合され、1989年6月、新たな「株式店頭市場監理専門委員会」が再編成された。なお、売買値段等の発表について、従来高値、安値及び売買高のみが発表されていたが、同年12月から午後3時現在の直近の値段も発表されるとともに、売買の基準値段の定め方についても整備が図られた。

さらに、機械化改善策については、前述のように店頭株式情報伝達システムが構築されたものの、協会では、引き続き機械化改善は重要課題とされていた。そこで、1989年4月19日の協会理事会は「株式店頭市場の機械化改善策の骨子」について審議し、機械化改善策を実施に移すこと等の基本方針について了承し、その具体案の検討については、同業務委員会及び証券業務のシステム化等に関する特別委員会の合同で取りまとめることが決定された。これに伴い、1989年5月以降、証券会社の実務者等で構成される「株式店頭市場機械化に関するワーキング・グループ」が設置され、機械化改善のための具体策について検討が行われた。その検討結果については、「株式店頭市場の機械化改善策について」として取りまとめられ、同年6月、協会業務委員会の審議を経て、6月21日の同理事会において了承された。同年8月、機会化改善策の趣旨に沿って、実務レベルでの細部にわたる検討を行うため、同業務委員会の下に前記ワーキング・グループを再編成した「株式店頭市場機械化に関するワーキング・グループ」、また証券業務のシステム化等に関する特別委員会の下に「株式店頭市場機械化システム開発プロジェクト・チーム」がそれぞれ設置され、前者では主に業務処理面の問題についての検討が重ねられるとともに、後者においては、主にシステム構築上の問題について検討が重ねられた。その結果、「株式店頭市場機械化システムの業務仕様概要書(案)」が取りまとめられ、1990年2月、協会業務委員会及び証券業務のシステム化等に関する特別委員会における審議を経て、同年2月21日の同理事会において了承された。この機械化改善策は、日本店頭証券の売買システムと協会の情報伝達システムで構成されており、同ワーキング・グループ及び同システム開発プロジェクト・チームにおける双方の意見の調整を図りつつ、またシステム開発等関係者とも連携をとりながら、細部の具体的な取扱いについて検討が行われた。後述するように、このシステムの名称が後の「JASDAQ システム」である。

なお、協会はこのような措置を講ずる一方、店頭登録制度の運営管理を行うための費用の一部に充当するため、登録銘柄の発行会社から登録料及び登録管理料を徴収することとした（1990年4月1日施行）。

4. JASDAQの発足と展開（1991～2004年）

4.1. JASDAQの発足

1980年代の店頭市場の拡大を背景として、効率的な売買システムの構築が要請されるようになった。店頭市場で売買される株式は、取引所上場株式とは異なり、相対取引によって売買されることになるが、顧客から証券会社へ発注される売買注文の大半は、日本店頭証券に取次いで売買されていた。その際の発注や約定連絡はすべて電話で行われたため、円滑性や効率性などの観点からオンライン処理による売買システムの開発が進められた。

具体的には、日本店頭証券の売買システムと協会の店頭株式情報伝達システムとの両システムからなる株式店頭市場システム（JASDAQ: Japan Securities Dealers Association Quotation）が1991年10月から稼働することとなった。この売買システムとは、店頭登録銘柄、店頭管理銘柄及び店頭転換社債について、証券会社と日本店頭証券との間の売買処理をオンライン・リアルタイムで行うシステムであり、情報処理システムとは、①登録ディーラーの気配及び証券会社の売買値段の協会への申告、②値段等の問い合わせに対する情報提供、③証券会社や情報会社等への店頭市況情報などをオンライン・リアルタイムで行うシステムである。このJASDAQシステムは、1991年10月を第1期稼働とし、1992年4月から第2期、同年10月から第3期と順次精度を上げつつ稼働することとなった。JASDAQシステムの導入によって、売買処理や市場情報の提供が迅速かつ正確に行われるようになり、株式店頭市場の透明性と公正性が向上したと評価される。また、このシステムの導入にともない店頭株価指数（JASDAQ INDEX）も開発された。

さらに、1991年10月に株券等保管振替システムが稼働したことに伴い、1992年10月から、店頭売買有価証券（ただし、店頭転換社債を除く）も保管振替の対象とされ、1994年3月末時点で保管振替に同意した銘柄は、452銘柄中444銘柄となった⁸。

4.2. 行為規制などの制度整備（1991～1992年）

店頭市場の拡大を背景として、店頭市場に対する行為規制の必要性が議論されるようになった。具体的には、証取審不公正取引特別部会は、1991年4月「店頭市場の行為規制の適用について」と題する報告書を取りまとめ、店頭市場における相場操縦的行為の禁止及び内部者取引の禁止を提言した。その提言内容の骨子は、以下の通りである。

- ① 相場操縦的行為の禁止：上場有価証券を対象とした現行規制を店頭市場においても適用し、売買の公正性を確保する必要性があるため、協会が管理することが適切である。その際、ディーラーとなる証券会社が気配公表を通じて相場操縦を行う行為等を禁止するなど、店頭市場の特質を十分に踏まえた措置を講ずる必要がある。

⁸ 日本証券業協会『平成4年度事業報告書』、47頁。

- ② 内部者取引の禁止：会社関係者の禁止行為を店頭登録会社等の株券等についても適用することが適当である。また、公開買付者等関係者の禁止行為についても同様に、店頭登録銘柄についても適用することが適当である。さらに、会社役員等の株券等売買に関する報告義務、同じく短期売買による利益の返還及び空売り禁止の規定を店頭登録会社等の株券等についても適用することが適当である。

また、同報告書は、上記の行為規制の適用に関連した法令上の規定の整備を具体的に提言するとともに、協会及び証券会社における審査・管理等の充実についても提言している。協会に対しては、①売買停止要件の見直し、②店頭登録会社との連絡を密にするための事務連絡責任者の設置、③内部者取引規制に関連した店頭登録取消し要件の追加とともに、会社情報適時開示マニュアルの作成なども提言している。また、証券会社に対しては、社内の顧客管理、法人関係情報の管理などの充実を図るとともに、新規公開時の主幹事会社は発行会社の適切な審査・管理に一層努める必要があることを指摘している。

この報告書に基づく制度整備は、同年10月「店頭売買銘柄の登録及び値段の発表に関する規則」（公正慣習規則第2号）の一部が改正・施行により実施、また、証取法上の行為規制が店頭市場にも適用されることになったことに伴う所要の整備は、1992年7月「店頭売買有価証券の登録及び価格の公表等に関する規則」（公正慣習規則第2号）の改正・施行により実施された。

なお、行為規制以外の制度整備も進められ、1990年には、株券等の大量保有に関する開示制度（いわゆる5%ルール）については、登録銘柄及び店頭管理銘柄にも適用されることとなった。

また、新規登録時の審査体制のより一層の強化・充実を図るため、1993年2月には「登録審査に関する研究会」が設置され、登録審査の方法、審査内容の充実策等について検討が重ねられた。その際、店頭登録会社の倒産事案において不正経理事件（アイベック事件）が発覚したことを受けて、登録審査の充実及びディスクロージャーの徹底が図られた。

具体的には、①証券会社の審査の充実（代表申請会員による発行会社に対する証取法などの法令遵守についての指導、公認会計士との十分な連携など）、②協会内に店頭登録委員会を設置し、審査確認体制の充実を図る、③企業情報の開示を徹底し、情報開示担当役員の設置の義務付け、違反があった場合の措置（ファイナンスの一定期間の禁止）などを新設する、というものである。

4.3. 店頭登録特則銘柄制度（1995年）

1990年代に入っても店頭登録銘柄数は、1990年8月300銘柄、1994年5月500銘柄、1995年5月600銘柄となり、顕著な増加傾向を示した（図表4参照）。

図表4 店頭市場及び上場市場の推移

(単位：千株、百万円)

	店頭市場				東証2部				東証1部		マザーズ		A/E	B/F	C/G	D/H
	登録社数(A)	時価総額(B)	売買株数(C)	売買代金(D)	上場社数(E)	時価総額(F)	売買株数(G)	売買代金(H)	上場社数	時価総額	上場社数	時価総額				
1989年	263	12,231,590	529,276	2,045,300	436	20,243,078	4,247,075	6,788,837	1,161	590,908,794			0.6	0.6	0.1	0.3
1990年	342	11,824,916	1,065,583	6,040,841	436	14,076,248	4,064,606	10,356,200	1,191	365,154,865			0.8	0.8	0.3	0.6
1991年	430	12,880,904	1,034,794	5,009,137	418	11,985,564	1,883,322	3,789,092	1,223	365,938,798			1.0	1.1	0.5	1.3
1992年	436	7,943,210	436,581	1,082,521	422	8,477,823	969,308	1,229,110	1,229	281,005,635			1.0	0.9	0.5	0.9
1993年	477	11,228,166	1,076,182	2,863,274	433	10,794,108	2,315,024	3,203,337	1,234	313,563,357			1.1	1.0	0.5	0.9
1994年	568	14,558,324	2,221,462	5,371,517	454	16,251,524	3,382,085	4,838,344	1,235	342,140,944			1.3	0.9	0.7	1.1
1995年	678	14,535,417	2,431,086	5,884,229	461	15,478,583	3,132,688	4,946,639	1,253	350,237,510			1.5	0.9	0.8	1.2
1996年	762	14,904,429	2,412,234	5,889,601	473	11,193,252	4,000,592	4,795,350	1,293	336,385,108			1.6	1.3	0.6	1.2
1997年	834	9,227,695	1,375,518	2,657,458	478	7,022,085	2,033,913	2,073,057	1,327	273,907,955			1.7	1.3	0.7	1.3
1998年	856	7,742,438	1,244,054	1,552,739	498	7,397,556	1,602,803	1,390,305	1,340	267,783,547			1.7	1.0	0.8	1.1
1999年	868	27,410,876	4,142,251	12,193,876	526	13,583,816	3,963,088	7,445,847	1,364	442,443,338	2	813,694	1.7	2.0	1.0	1.6
2000年	886	10,283,273	3,457,403	11,432,759	579	7,134,378	4,548,672	5,660,021	1,447	352,784,685	29	635,663	1.5	1.4	0.8	2.0
2001年	926	8,927,031	3,297,280	5,012,628	576	5,424,255	4,494,489	2,065,284	1,491	290,668,537	36	696,234	1.6	1.6	0.7	2.4
2002年	939	6,983,484	4,153,545	3,668,323	581	4,427,006	5,811,576	1,979,378	1,495	242,939,136	43	494,506	1.6	1.6	0.7	1.9
2003年	943	9,384,516	5,625,313	6,346,385	569	5,643,864	8,740,331	2,158,892	1,533	309,290,031	72	1,549,648	1.7	1.7	0.6	2.9
2004年	944	12,355,628	10,749,746	12,568,059	559	7,770,202	18,313,846	8,177,226	1,595	353,558,256	122	3,226,439	1.7	1.6	0.6	1.5

(資料) 日本証券業協会店頭株式統計年報及び東京証券取引所統計月報

このような状況を背景として、1995年1月、新規事業を実施する研究開発型企业等の資金調達の一層の促進に資する目的で、協会長直轄の「店頭登録基準検討等懇談会」及び作業部会が設置され、現行の登録基準に特則を設けるとともに、これに関連する事項についての検討が開始された。同懇談会の具体的な検討項目は、以下の5項目であった。①特則の必要性を何に求めるか、②特則の適用対象となる企業または事業の範囲をどう定めるか、③特則の内容をどうするか、④特則を設けることに関連して、投資者保護、公正取引確保の観点から留意すべき点は何か、⑤特則の適用に当たって、実務上検討が必要と予想される問題点は何かであり、同年6月「店頭登録特則銘柄について」と題された報告書が公表され、新たに「店頭登録特則銘柄制度（フロンティア銘柄制度、第二店頭市場）」が創設された⁹。

同懇談会によって提示された制度の概要は、以下の通りである。

- ① 対象企業：現行の登録基準に達しないが、独自の新技术・コンセプト等を核にして事業を展開している研究開発型企业等を対象とする。具体的には、事業内容に新規性があり、将来性があると申請会員が認めたものであり、かつ研究開発費の売上高に対する比

⁹ 同制度の創設に関する議論については、堀越健男「店頭登録特則銘柄制度の創設について」『証券業報』1995年7月、10～20頁、参照。また、当時の日本証券業協会副会長・関要氏は、このような制度が創設される背景として、以下の4点を指摘している。①「製造業の空洞化」問題があり、新規ビジネスの育成が大きな課題となり、そのためには株式店頭市場の活用が重要となること、②競争促進策という面から規制緩和が政策課題となっており、株式店頭市場へのアクセスについても見直し論議が浮上してきたこと、③株式市況が低迷する中で、相対的に株式店頭市場が活況であったことから、証券市場の活性化策として店頭市場に取り組みたいという問題関心があったこと、④米国NASDAQ市場の活況や英国のAIMをはじめとする欧州の動向からも株式店頭市場に対する期待が高まったことである。関要「店頭登録特則銘柄制度の新設について」『証券業報』1995年8月、27～29頁、参照。

率が3%以上であることを要件とする¹⁰。

- ② 登録基準・登録取消基準等：登録基準としては、発行済株式数は問わない（現行：200万株以上）、株主数は登録日現在50名以上とする（現行：200名以上）、利益基準は設けず、赤字企業の公開も認める（現行：1株当たり税込利益10円以上）、純資産の額は登録日現在2億円以上とする（現行：直前事業年度末2億円以上）であり、取消基準としては、発行済株式数は問わない（現行：200万株未満）、株主数25名未満¹¹となったとき（現行：100名未満）、債務超過が5期連続したとき（現行：最近3年間の各事業年度末に債務超過の状況にあるとき）である。なお、特則銘柄が登録取消基準に該当した場合は、申請会員の申請により6か月間（上記③の場合は1年間）店頭管理銘柄として登録することができるものとしている。また、現行登録基準に適合するようになったときは、店頭登録銘柄（本則銘柄）への指定替えを行うこととしている。さらに、公開前の第三者割当増資の規制については、現行通りとするが、割当先については規制を設けない（ただし、その割当状況は、現行通り公開時に開示）とするとともに、特別利害関係者等に対する株移動については制限しないこととされた（ただし、公開前2期間の移動内容は現行通り公開時に開示される）。
- ③ 株式の公開：最低公開株数は、流動性確保の観点から50万株とする（現行も50万株であるが、発行済株式数に応じて逡増）。また、ブックビルディング方式により公開価格を決定することが適当である。
- ④ 公開時及び公開後の配分制限：現行の1投資家当たりの上限配分制限（公開時：年度当たり4銘柄、1銘柄5千株以内、公開後1万株以内）は適用除外とする。ただし、申請会員は、一定規模を超えて配分した場合は、その配分者名等を遅滞なく開示する。
- ⑤ 利益配分ルール：理事会決議「引受けに際し会員が遵守すべき発行会社の利益配分に関する事項について」は、配当政策等の開示に係るものを除き、適用しない。
- ⑥ ディスクロージャー：直近2事業年度の財務諸表等の作成を義務付けるとともに、公認会計士の監査証明を要するものとする。なお、直前期の監査意見は、「適正（無限定）」とする。また、当該企業の推進者について、当該企業の核となる事業に関するこれまでの活動状況（特許等の取得、製品の開発、論文の発表等）を開示させるとともに、リスク情報の充実を図る。さらに、登録後は、四半期毎に事業の進捗状況等を記載した書面の作成を義務付け、公表させる。
- ⑦ 投資勧誘の適正化：取引を開始するにあたっては、特則銘柄について顧客から「確認書」を求め、この確認書には、特則銘柄は収益基盤が確立されていないこと、企業規模が小さく価格の大幅な変動の可能性があること等について顧客が十分理解できるよう説明するものとする。また、投資勧誘にあたっては、その都度、特則銘柄であることを投資家に明示する。

¹⁰ この3%については、前掲、堀越健男、14頁によると、国の行う中小企業支援策の研究開発費の率が3%とされていることによるとしている。

¹¹ この25名は、証取法上の継続開示義務の免除要件を根拠とした。

- ⑧ 特則銘柄の流通：代表申請会員を含む登録銘柄ディーラー 2 社以上が行うマーケットメイク業務の内容を強化するものの、当分の間、代表申請会員を含む登録銘柄ディーラーは、マーケットメイク業務と併せて日本店頭証券の仲介機能を利用できるものとする。また、マーケットメイクを行う証券会社に必要な範囲内で借り株を認める。
- ⑨ 登録後の資金調達：登録後、証券市場を通じて資金調達を行う場合、公正慣習規則 14 号「有価証券の引受け等に関する規則」附則第 2 項及び第 3 項については適用しない。
- ⑩ 相場表：協会の公表する相場表には、特別の区分を設ける。

上記の提言に即して規則改正が行われ、1996 年 12 月には、店頭特則銘柄第 1 号が登録された。

4.4. 店頭市場の位置付けの見直し（1997 年）

90 年代の店頭市場改革において、産業構造改革やベンチャー育成の観点から改革案を提示した通商産業省（のちの経済産業省。以下「通産省」という。）の動きを看過することはできない。また、関係者の証言によると、協会は通産省からの提言も踏まえ店頭市場改革に取り組んだ面もあるとされることから、以下、同省の動向を確認する。

通産省は、1980 年代初頭からベンチャー育成の観点から店頭市場改革に注目しており、同省が財団法人研究開発型企業育成センター（現在、一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター）の協力の下に、研究開発型企業育成振興研究会で取りまとめた報告書「研究開発型企業育成策研究会報告書— 21 世紀を担う企業の育成振興をめざして」において、上場基準の見直しや店頭市場の整備を提言した¹²。その後、1990 年 8 月には通産省及び中小企業庁は「中小企業直接金融研究会」を発足させ、店頭市場については新規公開に必要な株主数、一株当たりの利益、純資産額についての基準の緩和、登録の実質的な決定権を持つ証券会社の審査基準の見直しについて検討するとともに、店頭登録株式の流通を活発にするため、全国の店頭市場をコンピューターネットワークで結ぶ計画についても 91 年からの実施を目途に検討することが報じられている¹³。さらに、1994 年 5 月には、通産大臣の諮問機関である産業構造審議会産業金融小委員会の中間報告において、資金調達環境の整備の一つとして、店頭公開市場の改善が盛り込まれ、登録認定の透明化、公開企業数の制限規制の緩和・撤廃などが提言され¹⁴、翌 1995 年 1 月には、店頭登録制度の改革のあり方について産業界の意見を集約する「店頭登録制度改革ワーキング・グループ」を発足させ、大蔵省などに規制緩和を働きかけることが報じられた¹⁵。したがって、このワーキング・グループの設置は、前述

¹² 「研究開発型企業育成策研究会報告書— 21 世紀を担う企業の育成振興をめざして」財団法人研究開発型企業育成センター 研究開発型企業育成策研究会、1981 年、参照。なお、同報告書の背景的な状況については、「ベンチャー育成へ躍り出た株式店頭市場改革論『次世代の大企業を生む』と通産省が火付け役」『日経ビジネス』1981 年 11 月 30 日、217～220 頁、参照。

¹³ 「通産省・中小企業庁、店頭登録の緩和検討—中小企業金融研を設置」『日本経済新聞』1990 年 8 月 30 日、朝刊 7 頁、参照。

¹⁴ 「産構審基本問題小委報告の要旨」『日本経済新聞』1994 年 5 月 30 日、朝刊 3 頁、参照。

¹⁵ 「店頭登録制度改革、産業界の要望募—通産省が作業グループ」『日経金融新聞』1994 年 12 月 29 日、3 頁、参照。

した協会の「店頭登録基準検討等懇談会」及び作業部会の設置と軌を一にするものであり、店頭市場改革にかなりの影響力をもたらしたものと推測される¹⁶。

なお、ここでは、店頭登録の「実質基準」が問題とされた。同ワーキング・グループが直近の1994年に店頭登録した企業を調査したところ、純資産は10億円以上であり、登録基準の2億円の5倍となっているほか、経常利益では10倍以上となっていることから、この登録基準が形骸化し、実際の登録には「実質基準」が存在しており、これは実質的にNASDAQなどの基準を上回っていることから、日本のベンチャー企業育成を遅らせる原因となっていることが指摘された¹⁷。

さらに、通産省は、先に導入された店頭登録特則銘柄制度が利用されにくく、1社の新規登録もないことから、1996年1月には、新たに「店頭登録制度改革ワーキンググループ」（座長：伊藤邦雄一橋大学教授）を設置し、店頭市場の問題点の分析を開始し¹⁸、2月に中間報告が公表された。報告書の要点は、以下である¹⁹。

- ① 現在の店頭市場は公開後の株式売買が活発でなく企業が新株発行で資金調達しにくい
ため、取引の活性化が必要である。
- ② 公開株価決定方式を現行の「入札制度」から、需要予測を基に算定する「ブックビル
ディング方式」に改める。
- ③ 証券会社が現実的な気配値を提示し、顧客の売買希望に応じる「マーケットメイカー
制度」を導入する。
- ④ インサイダー取引規制を明確化し、企業オーナーの株式放出を促進する。
- ⑤ 企業の費用負担を軽減するため、登録時の監査・審査手続きを簡素化する。
- ⑥ 株主資本利益率（ROE）が10%以上でないと公募増資を認めない大蔵省証券局の「時
価発行公募増資の再開に関するガイドライン」を撤廃する。

また、通産省のベンチャー資金調達環境整備研究会は、同年7月に店頭株式市場改革案を
前面に打ち出し、流動性向上のために、マーケットメイカー制を導入し、証券会社が積極的
に売買を行うことで株価形成を促進することや、オーナーが株を放出しやすい環境をつくり
流通株式数を増やすことで、年金資金などの機関投資家の資金が吸収できる市場環境整備を
提案した²⁰。

1996年11月、当時の橋本総理は金融システム改革（日本版ビッグバン）の取り組みを開

¹⁶「通産、店頭市場改革に満足感一強気の要求、次々通る」『日経金融新聞』1995年7月3日、によると、通産省は大蔵省及び日本証券業協会との折衝を繰り返し、「実質基準は存在しない」ということを確認することで合意を得るとともに、「特則の対象となる研究開発型企業の条件の交渉では日証協が対売上高研究開発費比率を10%にする案を提示した。これに対して通産省は3%を主張、大蔵省は間をとって5%案を提示した。通産省が3%を主張した根拠は4月に施行した中小創造法で研究開発型企業の認定条件を研究費比率3%としていたためだ。大蔵省も法案調整の過程で一度認めたものだけに、通産省に歩み寄らざるを得なかったようだ。」（2頁）

¹⁷「通産省、店頭登録基準の形がい化一研究会設け調査」『日本経済新聞』1995年2月1日、朝刊7頁、参照。

¹⁸「通産が研究会、第二店頭株市場活性化策など探る」『日経産業新聞』1996年1月10日、2頁。

¹⁹「店頭市場の改革を提言、通産省―「需要予測」方式など」『日本証券新聞』1996年3月1日、14頁。

²⁰「店頭市場、年金資金の流入、本格化へ道半ば―流動性の向上課題」『日本経済新聞』1996年7月29日、14頁。

始したが、これに伴って翌 1997 年 2 月、通産省も産業構造審議会の産業金融小委員会も審議を再開した。審議項目は多岐にわたっていたが、ここにはベンチャー企業の資金調達に関連して、店頭登録市場の抜本的改革や未登録・未上場株式の流動性確保などが盛り込まれた²¹。同年 6 月、同小委員会は中間報告を取りまとめた。この中間報告書では、円滑なリスクマネー供給のための環境整備として、①店頭市場の活性化に向けた更なる改革、②未登録・未上場株式への投資を促進する観点からの市場の整備、③ベンチャーへの資金供給源の多様化が掲げられ、このうち店頭市場については、流動性の向上による店頭市場の活性化が不可欠であるとしたうえで、公開価格決定方式を入札方式からブックビルディング方式に変更する必要があると主張するとともに、マーケットメイカー制度を支える借株制度導入や情報インフラ整備の必要性についても指摘している。さらに、店頭市場は取引所市場の補完的な位置付けとされているが、店頭市場の発展を期する観点からは、両市場を同等の存在として位置付け、市場間の競争を促進することが必要であるとした²²。

このような通産省の動きを受けて、1996 年 1 月、協会も業務委員会（委員長・藍澤基彌・藍澤証券社長）において独自に検討を開始し、同年 2 月には株式店頭市場ワーキンググループが設置され、同年 6 月「株式店頭市場の流通面における改善策等について」と題する中間的な取りまとめを公表した。その後、この趣旨に沿って、信用取引制度、発行日取引制度及び借株制度の導入について実務面の検討が行われ、1997 年 3 月、その検討結果が要綱として取りまとめられ、その後施行された（借株については 6 月施行、信用取引及び発行日決済取引については 9 月施行）。同時に、公開価格決定方式としてブックビルディング方式の導入についても検討が行われ、同じく 1997 年 3 月に要綱として取りまとめられ、同年 9 月に施行された。ただし、ここでは主幹事証券会社が現行の入札制度を選択できるものとされた。

また、この間、証取審は、その趣旨を達成するために必要とされる証券市場における施策についてのプランを作成することとなり、審議を重ねた結果、1997 年 6 月「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～」を公表した。この報告書は、「漸進的規制緩和から抜本的市場改革へ」を基本的方向としており、投資対象、市場及び市場仲介者にわたる広範な内容が含まれているが、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」とされ、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うえで認めることが適当」とされた。この未上場・未登録株の取扱いについては、協会の規則において企業内容の開示及び当該株式等の流通に関する必要なルー

²¹ 「日本版ビッグバン、大蔵主導けん制、通産省一産構審金融小委を再開」『日本経済新聞』1997 年 1 月 19 日、3 頁。

²² 通商産業省産業政策局産業資金課編『通商産業省版ビッグバン構想―産業構造審議会産業資金部会産業金融小委員会中間報告書』通商産業調査会、1997 年、112 頁、参照。

ルを定めたうえで、1997年7月から投資勧誘等が解禁されることとなった²³。

この証取審報告を踏まえて、協会は店頭市場の抜本的な見直しに着手し、1998年7月「株式店頭市場改革の方向性について」を取りまとめた。この報告書は、冒頭に「株式店頭市場の広範かつ抜本的な改革」を標榜していることから明らかなように、その後の店頭市場のあり方に大きな影響を与えるものとなった。その具体的な内容は、以下の通りである。

(1) 銘柄区分の全般的な見直し

- ① 特則銘柄については、会社の特質や成長過程に応じた登録基準の選択が行えるよう複数の区分を設ける。
- ② 売買高、値付率等を勘案し、流動性の高いグループとこれに該当しないグループとしての銘柄区分を設ける。
- ③ 売買高及び値付率等の数値が極端に低い銘柄については、登録取消を含めた措置を講じるとともに、登録取消となった銘柄の受け皿となる銘柄区分を設ける。

(2) 流通市場における改善

- ① マーケットメイカー制度の活性化：登録銘柄ディーラー制度の廃止、新しいマーケットメイカー制度の導入、マーケットメイクのための一般貸借制度の充実など。
- ② 日本店頭証券㈱の位置付けの見直し：同社は証券業を廃止し、協会の業務の一部を受託する一般事業会社に変更する。
- ③ 一般貸借取引の整備と信用取引制度の見直し：マーケットメイカー制度の拡充を図る観点から、現行の借り株制度を見直し、機関投資家が参入しやすい方策を早急に検討する²⁴。また、登録銘柄の信用取引については、銘柄選定基準の廃止、現行の弁済期間の自由化及び弾力化について早急に結論を得る。
- ④ 新インデックスの開発：現行のJASDAQインデックスよりもきめ細かなインデックスを作成する。
- ⑤ 次期JASDAQシステムの開発：現行のJASDAQシステムのライフサイクルの到来を踏まえて、技術革新の成果を取り入れながら検討する。
- ⑥ 売買停止措置の弾力的な運用：投資判断に重要な影響を及ぼす恐れのある情報の真偽の確認及び公表のタイミングを工夫し、現行の売買停止措置の運用を早急に見直す。
- ⑦ 時間外取引制度の導入：時間外取引制度の導入とともに、執行可能価格帯の設定に係るルールを検討する。

²³ 未上場・未登録株式（店頭取扱有価証券）の取扱いスキームについて、①ディスクロージャーについては、証取法上の継続開示会社においては、有価証券報告書等によることとし、それ以外については当該株式の投資勧誘を行う際に、公認会計士の監査がなされた財務諸表等の投資情報の提示が義務付けられた。②価格情報の提示については、証券会社が投資勧誘等にあわせて気配情報を継続的に店内等で提示することとし、また、証券会社の店外で気配を提示する場合には、提示する価格情報について当該情報の素性（その提示者の所在、名称、当該気配の提示時点等）を協会ルールで義務付けることとされた。

²⁴ 1997年6月の証取審報告では、「貸株レンディング市場の整備」が盛り込まれていたことから、協会と東京証券取引所による「貸株市場整備に向けた研究会」が設置され、貸株の仕組み、管理・運営方法等について検討が重ねられ、1998年2月「貸株市場の整備について」が取りまとめられた。これを踏まえ、協会は「株券等の貸借取引の取扱いに関する規則」を定めた。

- ⑧ 受渡決済制度の見直し：店頭株式市場全体の包括的な決済システムの構築等によって、会員各社における受渡決済に係る事務処理の簡素化を図る。また、RTGS（即時グロス決済）方式の導入及びDVP（資金証券同時決済）化、さらに当面の措置としてネット決済方式による受渡決済制度の導入についても検討する。なお、損失補償制度の創設等についても検討する。

(3) 登録制度の改善

- ① 登録基準の見直し：現行の本則・特則の区別を廃止し、選択制登録基準を導入し、成長段階の会社向けと一般的な会社向けの登録基準の選択を可能とする。また、基準についても、浮動株比率の導入、1株当たり利益金額の廃止、公開直前期の監査意見を「無限定適正」から「適正」に引き下げる。
- ② 登録審査内容の見直し：公認会計士の監査と重複する項目などを整理する。
- ③ 株式公開前規制の見直し：公開前規制（1989年導入）が公開準備期間の長期化や機動的な資金調達を阻害しているため、資本政策上の行為や画一的な価格算定方式を見直す。
- ④ 店頭登録審査の取扱い：一定の条件の下に子会社登録を認めるとともに、合併や営業譲渡・譲受についても規制を緩和する。
- ⑤ 申請手続等の簡素化：申請書類の簡素化とともに、機動的な株式公開が可能となる方策及び店頭登録委員会のあり方について検討する。
- ⑥ 登録取消基準の見直し：取消基準（月平均売買高2,000株以上）を見直し、売買高基準の引き上げと値付率基準の導入の是非について検討する。
- ⑦ 新有価証券等にかかる登録基準の新設：新たに定義される有価証券（預託証券、会社型投信等）や優先株に関する登録基準を新設する。

(4) 適時開示の充実及び開示環境の改善

- ① 登録会社の決算短信の充実と四半期報告制度の導入：登録会社に対し精度の高い業績予想数値の提供に努めるよう要請するとともに、四半期報告制度についても導入を検討する。
- ② アナリスト情報の活用：アナリストの情報が十分活用されるような方策を推進する。
- ③ ディスクロージャーシステムの充実：協会の「インターネット開示システム（JDS）」（1998年11月開始）を拡充し、開示資料全体を網羅するシステムの構築などに取り組む。

(5) 株式店頭市場を巡る環境整備及び市場参加者に対するサービスの提供

- ① 投資家啓蒙活動：ホームページ開設などによる投資情報の提供、学識経験者やアナリストなどによる講演会開催などによる証券知識普及のための方策を講じる
- ② 対外的な店頭市場PRの必要性：株式店頭市場PR誌の創刊、メディアを通じたPR、セミナー開催やベンチャー関連団体との連携など公開予定会社誘致のための諸施策を講じる。
- ③ 登録銘柄の発行会社に対するサービスの提供：IR及びディスクロージャー相談、情報交換会の開催、株価・市場情報及び規則・法律改正情報の迅速な提供、情報開示担当役員セミナーの継続的な開催などを講じる。

- ④ 証券取引の電子化の進展に伴う対応：低廉なシステム構築について早急に検討を行う。
 (6) その他法制度の整備等

- ① 法律改正等に関する要望：証取法と商法、税法等との間での店頭市場の位置付けが異なることから、整合性を欠く部分がある²⁵ため、法制整備について継続的に要望を行う。
 ② 機動的な株式公開の実現と信頼のある市場作りの方策：新規公開の際のオーバーアロットメントオプションの導入について具体的な検討を行うとともに、大株主と引受人との間のロックアップ制度の導入についても検討を行う。
 ③ 気配公表銘柄制度等の整備・拡充：これらの銘柄制度をより一層整備・拡充するため、インターネットを通じた各種情報の公開や流動性向上のための諸施策について検討する。

なお、この報告書の唱える流通市場の改善策においては、マーケットメイカー制に対する期待感が強いように思われる。これは店頭市場としての特徴を明確化する必要があったためであり、発行済株式数が総じて少ない、中小型株の取引に一定の流動性を付与する仕組みとして、マーケットメイカー制度は有効な方策と考えられたことが背景にあるとされる。また、オークション制度（競争売買）のみの市場運営では「取引所類似施設」とされる懸念があり、マーケットメイカー制を取り入れざるを得ない事情もあったのではないと思われる。

これ以降の店頭市場改革は、この報告書に沿って進められることになる。これ以降の主な動向について時系列でまとめると以下である。

図表5 「株式店頭市場改革の方向性について」（1998年7月）以降の動向

1998年7月	市場運営委員長の諮問機関として株式店頭市場における流通制度、登録制度及びシステム構築などの5つのワーキンググループ設置
11月	マーケットメイカー制度を導入するための関係諸規則の改正及び説明会開催
11月	日本証券業協会インターネット開示システム（JDS）稼働開始
12月	マーケットメイカー制度の試験的導入
12月	登録基準の見直し（本則銘柄と特則銘柄の区別の廃止）
12月	日本店頭証券㈱が証券業を廃止し、一般事業会社化。商号を㈱ジャスダック・サービス（後にジャスダック）に改組
1999年6月	公開前規則の緩和
7月	JASDAQ-Bloomberg Index の算出・公表開始 ²⁶
8月	JASDAQ 市場運営諮問会議設置
8月	店頭市場改革「市場改革の行動計画」を公表
9月	マーケットメイカーのリープオーダー制度 実施
11月	協会事務局内に店頭市場プロモーション室を設置し、店頭市場のプロモーション活動（ポスター、リーフレット、テレビCMなど）を本格化

²⁵ 具体的には、商法上、店頭株式の評価方法に差異が設けられていること、また税法上店頭株式の評価損に対する損金算入において上場銘柄に比して不利な規定となっていることなどが指摘されている。

²⁶ 従来の JASDAQ INDEX が登録銘柄全銘柄を対象とする時価総額加重平均方式であり、流動性の面で幅のある市場実勢を必ずしも的確に反映していないとの指摘があったことから、この指数は時価総額と売買代金によって構成銘柄を選定したうえで、修正平均株価方式により4種類の指数を算出するものである。

2000 年 2 月	JASDAQ 売買システム稼働時間外取引制度を導入
2 月	登録基準の見直し実施
3 月	「株式会社店頭市場の運営組織見直しのための特別委員会」を設置
3 月	JASDAQ マーケットメイクシステム稼働
4 月	「市場改革の行動計画Ⅱ」公表
8 月	店頭登録会社株価・企業情報検索システム（TIRS：ティルス）稼働
10 月	店頭登録会社の情報開示が東証 TDnet と連携
2001 年 2 月	市場運営機能をジャスダックに委託
5 月	JASDAQ システムの全面リプレイスを実施
2002 年 4 月	J-Stock 銘柄を選定し、J-Stock Index 算出開始
6 月	「四半期開示促進について」公表
2003 年 2 月	「JASDAQ 市場の在り方に関する研究会」設置
5 月	新しいマーケットメイク制度の導入（最良執行環境の提供）
6 月	JASDAQ 市場の在り方に関する研究会、「JASDAQ 市場の在り方について」取りまとめ
8 月	JASDAQ 市場の運営及び機能の効率化等に関する WG を設置
10 月	「JASDAQ 市場の運営及び機能の効率化等に関する今後の方向性について」公表
11 月	「JASDAQ 市場の在り方に関する研究会 PART Ⅱ 報告書」取りまとめ
12 月	「JASDAQ 市場における IR 活動の推進について」公表
2004 年 4 月	制度信用取引及び貸借取引導入
4 月	店頭登録（JASDAQ 上場）会社の IR 活動を制度化
6 月	「株式会社ジャスダック証券取引所の創設に関する基本要綱」公表
12 月	ジャスダックが証券取引所免許を取得し、「株式会社ジャスダック証券取引所」に商号変更

（資料）日本証券業協会店頭登録ハンドブックを参考に執筆者作成。

4.5. ナスダック・ジャパンの創設（2000 年）

この時期に全米証券業協会（NASD）の運営する NASDAQ とソフトバンクが「ナスダック・ジャパン」を創設し、2000 年 6 月から取引を開始したことは、店頭市場改革論議に対して相当な影響を与えた。

同市場は、1999 年 6 月に公表され、米国のナスダック銘柄の円建て売買を可能にするだけでなく、日本の新興成長企業の株式も売買対象とすることが報じられた²⁷ため、既存の上場市場や店頭市場との市場間競争が高まることが予想される事態となった。

このナスダック・ジャパン構想に対しては、特に関西の経済界が強い関心を示し、大阪証券取引所との提携構想につながっていくこととなり、1999 年 12 月には大阪証券取引所と全米証券業協会は包括的な提携関係を結ぶことで合意した²⁸。その後、ナスダック・ジャパンは、市場開設に向けて様々な取り組みを進め、既存の取引所及び店頭市場との市場間競争が進展することになる。同市場は、同年 6 月 19 日から取引を開始したが、上場 8 社のうち 2 社は

²⁷ 「『ナスダック・ジャパン』創設発表、米の 5,000 銘柄、円建て取引」『日本経済新聞』1999 年 6 月 16 日、朝刊 1 頁。

²⁸ 「大証・NASD、ナスダック・ジャパン、世界の新興株取引可能に―6 月末開設合意」『日本経済新聞』1999 年 12 月 24 日、夕刊 1 頁。

店頭銘柄から移行した銘柄であった²⁹。

ナスダック・ジャパンは、多くの注目を集めるとともに新規上場は着実に増加した³⁰。その一方、取引システムの構築・維持に必要な設備投資資金が数十億円規模に膨らみ、経営を圧迫するという事情も抱えていたことから、2002年8月にナスダック・ジャパンは上場企業の誘致などの営業活動停止を突然に発表し³¹、結果的にNASDは大阪証券取引所との提携を解消した。これによって、2002年12月、ナスダック・ジャパンは大証ヘラクレスとして始動することとなったが³²、これが残した影響は看過できないだろう。

4.6. JASDAQ 証券取引所開設（2004 年）

わが国の株式市場は、1989年末に最高値をつけた後、右肩下がりに株価は推移し、「バブル崩壊」といわれる時期を経験することになるが、そのような状況下において店頭市場は、前述のような諸施策を背景として、拡大傾向を示した。特に、東証二部と比較すると、登録社数では1991年以降一貫して、東証二部を上回り、ジャスダック証券取引所開設直前の2003年末時点では943社となり、東証二部の569社を大きく上回った。また、時価総額でみると1996年以降は東証二部を上回り、1999年には2倍に達している。さらに、売買株数では1999年だけは東証二部を上回ったが、それ以外は概ね6～8割程度で推移したものの、売買代金では東証二部をかなり上回っている。これは人気のある値嵩株に売買が集中していたことも一因となっているものと思われる（図表6参照）。

²⁹ 「新興株市場ナスダック・ジャパン、落ち着いたスタート—まず8社が上場」『日本経済新聞』2000年6月19日、夕刊1頁。

³⁰ 「ナスダック・ジャパン設立から1年—上場社数、着実に拡大」『日経金融新聞』2001年5月1日、1頁。

³¹ 「ナスダック・ジャパン、営業停止きょう発表、取引は継続」『日本経済新聞』2002年8月16日、朝刊1頁。

³² 「ナスダック・ジャパン改称—「大証ヘラクレス」、きょうスタート」『日本経済新聞』2002年12月16日、朝刊1頁。

図表6 店頭市場及び上場市場の推移

(単位：千株、百万円)

	店頭市場				東証2部				東証1部		マザーズ		A/E	B/F	C/G	D/H
	登録社数(A)	時価総額(B)	売買株数(C)	売買代金(D)	上場社数€	時価総額(F)	売買株数(G)	売買代金(H)	上場社数	時価総額	上場社数	時価総額				
1989年	263	12,231,590	529,276	2,045,300	436	20,243,078	4,247,075	6,788,837	1,161	590,908,794			0.6	0.6	0.1	0.3
1990年	342	11,824,916	1,065,583	6,040,841	436	14,076,248	4,064,606	10,356,200	1,191	365,154,865			0.8	0.8	0.3	0.6
1991年	430	12,880,904	1,034,794	5,009,137	418	11,985,564	1,883,322	3,789,092	1,223	365,938,798			1.0	1.1	0.5	1.3
1992年	436	7,943,210	436,581	1,082,521	422	8,477,823	969,308	1,229,110	1,229	281,005,635			1.0	0.9	0.5	0.9
1993年	477	11,228,166	1,076,182	2,863,274	433	10,794,108	2,315,024	3,203,337	1,234	313,563,357			1.1	1.0	0.5	0.9
1994年	568	14,558,324	2,221,462	5,371,517	454	16,251,524	3,382,085	4,838,344	1,235	342,140,944			1.3	0.9	0.7	1.1
1995年	678	14,535,417	2,431,086	5,884,229	461	15,478,583	3,132,688	4,946,639	1,253	350,237,510			1.5	0.9	0.8	1.2
1996年	762	14,904,429	2,412,234	5,889,601	473	11,193,252	4,000,592	4,795,350	1,293	336,385,108			1.6	1.3	0.6	1.2
1997年	834	9,227,695	1,375,518	2,657,458	478	7,022,085	2,033,913	2,073,057	1,327	273,907,955			1.7	1.3	0.7	1.3
1998年	856	7,742,438	1,244,054	1,552,739	498	7,397,556	1,602,803	1,390,305	1,340	267,783,547			1.7	1.0	0.8	1.1
1999年	868	27,410,876	4,142,251	12,193,876	526	13,583,816	3,963,088	7,445,847	1,364	442,443,338	2	813,694	1.7	2.0	1.0	1.6
2000年	886	10,283,273	3,457,403	11,432,759	579	7,134,378	4,548,672	5,660,021	1,447	352,784,685	29	635,663	1.5	1.4	0.8	2.0
2001年	926	8,927,031	3,297,280	5,012,628	576	5,424,255	4,494,489	2,065,284	1,491	290,668,537	36	696,234	1.6	1.6	0.7	2.4
2002年	939	6,983,484	4,153,545	3,668,323	581	4,427,006	5,811,576	1,979,378	1,495	242,939,136	43	494,506	1.6	1.6	0.7	1.9
2003年	943	9,384,516	5,625,313	6,346,385	569	5,643,864	8,740,331	2,158,892	1,533	309,290,031	72	1,549,648	1.7	1.7	0.6	2.9
2004年	944	12,355,628	10,749,746	12,568,059	559	7,770,202	18,313,846	8,177,226	1,595	353,558,256	122	3,226,439	1.7	1.6	0.6	1.5

(資料) 日本証券業協会店頭株式統計年報及び東京証券取引所統計月報

このような市場拡大とともに、市場の利便性を巡る議論も高まるとともに、証券市場のグローバル化に伴う市場間競争が注目されるようになり、さらなる改革が求められるようになった。なかでも証券取引所の株式会社化は、特に関心の強い課題であった。

まず、2000年2月に金融審議会が「証券取引所等の組織形態の在り方について」と題する報告書を公表し、店頭市場の運営についても株式会社組織の活用を検討する必要がある旨の提言を行ったことから、同年3月、協会は「株式店頭市場の運営組織見直しのための特別委員会」を設置した。その設置要綱には、「株式店頭市場の開設者である本協会が、市場運営の責任者として、基本的な役割を果たすことを前提に、株式会社に業務を委託することにより、株式店頭市場運営の機能を一層向上させる方向で検討する」ことが設置目的として掲げられていた。

同特別委員会は、同年6月「株式店頭市場の運営組織見直しに関する中間報告」(以下、PART I 報告書)を公表し、株式会社機能の具体的な活用方法として、従来から協会の市場運営業務の一部を業務委託している(株)ジャスダック・サービスを引き続き活用したうえで、市場運営会社の自主性・経営判断を極力尊重することが示されるとともに、証取法で許容される範囲において、市場運営業務をできる限り大幅に市場運営会社に委ねることが適当であるとしている。また、同報告書では、市場運営会社の株主構成について、市場開設者として一定の発言権を有する必要性があることから、協会による一定の株式保有が望ましいとするとともに、最新鋭システムの導入等の資金調達のためには、新たな出資者の参加を求める必要があることから、出資者の範囲についても具体的な検討が行われている。その範囲は、既存の株主である会員証券会社のみならず、市場参加者、発行会社、機関投資家、ベンチャー・キャピタル、コンサルタント機関、金融機関、商社等に及んでいる。さらに、株式公開のプロセスも提示し、当初は第三者割当によって幅広い出資者から出資を集めたうえで、早期に

収益性を確立した上で株式公開を行うことを掲げている。

同中間報告書の結論に沿って、同年10月に協会理事会において、市場運営業務をできる限り市場運営会社に委ねることが基本的に了承され、同年12月の理事会において店頭登録審査確認業務・ディスクロージャー関連業務等を委託するための規則改正を行ったうえで、2001年2月より市場運営業務を(株)ジャスダック³³に移管した。なお、同社は、経営基盤を盤石なものにするため協会に対する第三者割当増資を行ったことにより、協会の保有する株式は同社発行済み株式総数の70%となった。

その後の店頭市場については、市場機能を巡る議論の進展が見られた。つまり、市場が拡大したにもかかわらず、証取法上の店頭売買有価証券市場という制約のために証券取引所が有する先物市場や立会外分売などの機能を具備することができず、機能面の利便性が取引所に劣後することに対する問題意識が高まったことから、2003年8月、協会は「JASDAQ市場の運営及び機能の効率化等に関するワーキング」を設置し、議論が重ねられ、同年11月「JASDAQ市場の在り方に関する研究会PART II報告書」を公表するに至った。

同報告書の提示した基本理念は、「わが国のビジネスモデルに特徴のある企業、成長・ベンチャー企業、投資家及び市場関係者に対し、マーケットメイク制度を通じた最適な発行・流通市場を通して、円滑な資金調達・運用の機会を提供するとともに、仲介証券会社が積極的な役割を果たすことのできる市場の構築を目指す」というものであり、①ビジネスモデルに特徴のある企業、成長・ベンチャー企業を中核とする市場、②マーケットメイク制度を中核とする市場、③取引所化により多様な商品・取引制度の提供及びアジア各国の新興市場と提携した国際的市場の実現、という3つの市場コンセプトが掲げられている。同報告書では、先のPART I 報告書の検討結果を踏まえた上で、論点整理が行われ、①取引所化による市場機能の強化、新商品の導入及び上場審査の一層の充実を通じた市場クオリティの向上並びに利便性の高い市場の構築、②マーケットメイク制度を中核とする特長ある市場づくり、③上記2点を通じた市場コンセプトの確立によるブランド戦略の必要性、④(株)ジャスダックの経営改善の必要性及び新たなビジネスラインの構築という4つの方向性が提示され、結論として「JASDAQ市場が取引所市場となることにより、競争力のある市場構築の観点から、必要なインフラを基本理念に沿って整備する」及び「JASDAQ市場を法的に独立した取引所市場とし、協会から独立した自主性のある経営主体とすることにより、機動的な意思決定を通じた上場政策等の市場コンセプトを確立する。また、JASDAQ市場は、資本市場における公的機能を有するため、その運営については、透明性・公正性・健全性を維持する観点から、外部からのチェック機能が十分に働くよう配慮する」ことが示された³⁴。

この報告書の提言を受けて、協会は2004年6月「(株)ジャスダック証券取引所の創設及び当該創設に伴う本協会規則の見直しについて」を公表するとともに、同年9月にはパブリックコメントを募集した。このパブリックコメントの結果を踏まえて、「店頭売買有価証券市

³³ 前掲の(株)ジャスダック・サービスが商号を変更。

³⁴ 日本証券業協会市場運営委員会「JASDAQ市場の在り方研究会PART II 報告書（JASDAQ市場の運営及び機能の効率化等に関するワーキング）（JASDAQ市場の運営及び機能の効率化等に関する今後の方向性について）」2003年10月17日、21頁。

場に関する諸規則の廃止について（理事会決議）の制定について」を公表し、12月13日付でJASDAQ市場（店頭売買有価証券市場）は廃止され、新たに㈱ジャスダック証券取引所が開設された。

なお、急速に取引所開設に向かって議論が進展していった背景について、当時の関係者のインタビューなどを総合すると下記のような背景があったとされる。

まず、JASDAQ市場の運営コスト負担の問題が挙げられる。つまり、市場運営の根幹ともいべき売買システム等のコンピュータ・システムに係る費用が年々増加していくとともに、JASDAQの市場規模が拡大していく過程で市場運営業務に従事する職員を増員する必要に迫られ、かなりの人件費が必要になり、これを協会の内部資金のみで充当するのが難しくなった。それまでは、大手証券会社や関係機関などからの支援により支えられてきたが、それにも限界があった。

次に、流通市場としての利便性が証券取引所に比べて低いという点である。前述のように、証取法上の店頭売買有価証券市場という制約のために証券取引所が有する先物市場や立会外分売などの需給を補完する機能を具備することができず、信用取引についても一般信用取引こそ導入していたものの、制度信用取引が利用できず、流通市場としての機能面の利便性が証券取引所に劣後している状態であった。

第三に、いわゆる新興市場間の市場間競争の進展という点である。特にナスダック・ジャパンが登場したこと、東証が新興企業向け市場として東証マザーズ（当時）を創設、急速に拡大させていったことは、市場間競争をより激化させた。さらに、地方証券取引所も相次いで新興市場を開設したことで市場間競争はなお一層激化した。その際、例えば、地方に営業拠点を有する証券会社や地域の経済界が地元の地方証券取引所を支援する場合も見受けられ、JASDAQへの支援が得られにくくなった面もあったとされる。

これらの要因が重なり合って、JASDAQの取引所化が急速に進み、証券業界からも異論や反対は出ず、急速に取引所開設が進展した。

5. グリーンシートと株主コミュニティ制度（1997年～）

5.1. グリーンシート制度創設（1997年）

1996年11月、当時の橋本総理は金融システム改革（日本版ビッグバン）の取り組みを開始したことから翌1997年2月、通産省の産業構造審議会の産業金融小委員会も審議を再開した。ここではベンチャー企業の資金調達に関連して、店頭登録市場の抜本的改革や未登録・未上場株式の流動性確保などが盛り込まれた。同年6月公表の同小委員会中間報告には、円滑なリスクマネー供給のための環境整備として、店頭市場の活性化に向けた更なる改革とともに、未登録・未上場株式への投資を促進する観点からの市場整備が掲げられた。

さらに、1997年3月に公表された、政府の規制緩和推進計画（再改定）においても「多様な資金調達、運用ニーズに対応するため、早期に未登録・未上場株式等の投資勧誘を解禁する必要がある」との提言が示された。

これを受けて協会は、同年4月「未登録・未上場株式等の投資勧誘及び企業内容開示等についての要綱」において、気配公表銘柄制度を創設し、条件付で未登録・未上場株式等の投

資勧誘を解禁することを決定した。

また、1996年6月に設置された証取審総合部会では、総合的な視点から市場改革が審議され、1997年6月に公表された「証券市場の総合的改革」では、取引所集中義務の撤廃、先物オプション取引の整備、株式手数料自由化及び店頭市場の見直しなどと並んで、「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」という提言が示された³⁵。

これらの一連の流れを受けて、同年6月、協会は、「店頭取扱有価証券」についての定義を新設し、会社内容の説明及び気配の提示等の取扱いを定めるため、所要の規則改正等を行った。これらの規則改正によって導入されたのが、「グリーンシート制度（気配公表銘柄制度）」であり、この制度によって取り扱い対象となるのが「グリーンシート銘柄（気配公表銘柄）」である³⁶。

まず、これらグリーンシート銘柄は、①有価証券報告書の継続提出企業であるか、②公認会計士または監査法人による証取法監査または商法監査で適正ないし適法とされた財務諸表等が投資勧誘上の「会社内容説明書」として利用できる企業の発行するものであることとされた。ここでいう「会社内容説明書」とは、有価証券届出書の第1部「証券情報」の「事業の概況等に関する特別記載事項」及び第2部「企業情報」の記載事項に準拠して記載されていること、さらに財務諸表は財務諸表規則等に準拠して記載されることと定められ、有価証券報告書とほぼ同等の内容をもつものとされた。

次に、グリーンシート銘柄の投資勧誘を行おうとする証券会社は、発行会社の「会社内容説明書」等を当該発行会社の決算期毎に更新するとともに、これを取扱部店に備え置き、顧客の縦覧に供するとともに公衆の縦覧に供することと定められた。また、当該銘柄の発行会社の経営に重大な影響を与えるおそれのある事項等を証券会社が知った場合には、これを顧客に説明するとともに、協会に報告することが定められた。

第三に、有価証券届出書の提出を要する募集の取扱い等を行う場合、証券会社は顧客に対し、「目論見書」を交付し、当該店頭取扱有価証券及び発行会社の内容を十分説明することと定められ、有価証券届出書の提出を要しない募集の取扱い等を行う場合は、当該店頭取扱有価証券の「証券情報」を追記した会社内容説明書を「目論見書」として使用し、顧客に対し、当該店頭取扱有価証券及び発行会社の内容を十分説明することとされた。また、取扱証券会社は有価証券届出書または目論見書を取扱部店に備え置き、顧客の縦覧に供することとされた。

第四に、これら銘柄の投資勧誘は、公正慣習規則第9号（協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則）を遵守することと定められた。

第五に、不公正取引の防止については、公正慣習規則第1号「店頭における有価証券の売買その他の取引に関する規則」に定める店頭取引に関する禁止行為等の規定を遵守すること

³⁵ 証取審「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」1997年6月13日、10頁。

³⁶ グリーンシートという名称は、米国のピンクシートにちなんだものであるが、あえて「グリーン」という色が選ばれた理由について、関係者の話では、グリーンは新緑ないし若葉を表しており、成長の期待が込められていたという。

とされており、証取法の不正取引行為の禁止（157条）、風説の流布等の禁止（158条）、類似市場開設等の禁止（167条の2）、などが適用される一方、相場操縦的行為の禁止（159条）やインサイダー取引規制（166条等）は適用除外とされた。

第六に、気配の提示については、売り・買い気配を継続的に証券会社の取扱部店の店頭等において提示するとともに、週1回以上当該気配を更新すること、また直近の気配を毎週月曜日に協会に報告することが定められた。さらに、売買の報告については、証券会社が所定の様式により、協会に報告することとされた。そして、協会は、報告された気配公表銘柄の売買の内容について公表することとされた。

5.2. 導入後の整備拡充

このグリーンシート制度は、その活性化を図る観点から、導入後さまざまな改正が加えられた。以下、時系列に沿って列挙すると以下の通りである。

1999年6月には、グリーンシート銘柄に係る気配及び売買の協会への報告ならびに協会の公表の頻度について、月1回から月2回にするなどの改正が行われた。

同年8月に公表された「市場改革の行動計画—改革のスピードアップ」において、未登録株式の流通促進（グリーンシート市場の活性化）が掲げられたことを受けて、同年9月に「グリーンシート市場活性化ワーキング」が設置され、2000年1月、その検討結果は「グリーンシート市場の活性化を目指して（中間報告）」として取りまとめられた。この検討結果のうち、実現可能な項目から早急にその実現を図るため、先の報告及び公表の頻度を月2回から週1回とするなどの規則改正が行われた。また、同年2月には、報告頻度の増加に対応するため、気配公表会員がインターネットを通じて直接協会の気配公表システムに入力できるようシステム構築が行われ、運用が開始された。

2000年7月には、「エマージング」（ベンチャー・新興企業）、「フェニックス」（上場廃止・登録取消企業）、「リージョナル」（前二者に該当しない企業）の3市場区分が導入されるとともに、気配公表頻度の向上が図られ、毎日気配を公表する銘柄制度が創設された。

2001年8月には、グリーンシート銘柄が市場に公開する場合、公開前規制の適用除外とするなど、より利便性の向上のための制度整備が進められた。

2002年1月、グリーンシート銘柄となるための条件として、従来2期の財務諸表について監査証明の添付が要求されていたが、直前1期の監査証明で足ることとされた。

また、2002年8月には、金融庁の「証券市場の改革促進プログラム（証券市場の構造改革第2弾）」においてグリーンシートの拡充を検討するよう協会に対して要求することが掲げられたことを受けて、改革に向けて関係者へのヒアリングを行うとともに、関係者を中心としたグリーンシート実務者勉強会が設置され、検討が重ねられた結果、同年12月「独自性を発揮したグリーンシートの発展をめざして」と題する報告書が取りまとめられた。この報告書を受けて、2003年3月には、①グリーンシート銘柄の銘柄区分として「投信・SPC」（投資証券及び特別目的会社が発行する優先出資証券）を新たに設ける、②取扱会員による当該銘柄の発行会社に対する審査（法令遵守状況を含めた社会性、適時開示体制の整備状況、事業の成長性及び当該銘柄に投資する際のリスクなど）、③四半期財務・業績の概況を含む

タイムリー・ディスクロージャーなどの規則改正が行われた。

さらに、同年12月、金融審議会金融第一部会「取引所のあり方に関するワーキンググループ」において、グリーンシートの活性化について取り上げられ、今後グリーンシート銘柄に対する行為規制の適用を含めた活性化策が盛り込まれた。特に、証取法上の規制（インサイダー規制等）を一定程度課すとともに、現行と同程度のディスクロージャーを行うことを明確にすべきであることが示された上で、ディスクロージャーについては協会の自主規制に委ねることが提示された。このことは、のちの改正の背景となるものである。

2004年4月、税制改正によって一定のエマージング区分がいわゆるエンジェル税制の適用対象とされた。

2005年4月施行の改正証取法において、グリーンシート銘柄が「取扱有価証券」として法律上定義されるとともに、インサイダー取引規制等の不公正取引規制が適用されることとなった。これを受けて、2004年12月、協会エクイティ市場委員会の下部機関として「グリーンシート制度の見直しに関するワーキング・グループ」が設置され、グリーンシート制度の位置づけ、インサイダー取引規制等の適用に関する制度整備、青空銘柄の投資勧誘に関する考え方について検討が重ねられ、2005年3月、全面的な規則の新設・改正が行われた。このことは、その後のグリーンシート市場に大きな影響を与える重大な転機となったものとされるが、その具体的な改正点は以下の通りである。

図表7 協会規則によるグリーンシート制度見直しの内容

項目	具体的な内容
投資勧誘規制の緩和	・ 銘柄審査と気配提示を行う取扱会員以外の証券会社によるグリーンシート銘柄の投資勧誘を認める。 ・ 青空銘柄の適格機関投資家に対する投資勧誘を認める。
適時開示義務の導入と不公正取引防止のための措置	・ グリーンシート銘柄にもタイムリー・ディスクロージャーの義務を及ぼし、適時開示情報伝達システム（TDnet）による開示を要求する。 ・ 協会でグリーンシート銘柄の売買管理を行う。 ・ 協会による発行会社に対する照会、資料徴求制度、売買停止制度を導入する。
登録要件の見直し	・ グリーンシート銘柄は株式の譲渡制限を行わないものとし、既存の銘柄についても、規則改正後1年以内の定款改正を求める。
区分の見直し	・ 成長性を求めるエマージング区分、上場廃止銘柄を指定するフェニックス区分に加えて、事業の成長性を求めるという要件を欠く銘柄のためのオーディナリー区分を設ける。 ・ エマージング区分の銘柄が会社内容説明書に記載した業績計画数値で示した事業の成長性の5割以上が達成されていない場合、オーディナリー区分に移行する。 ・ リージョナル区分の銘柄はタイムリー・ディスクロージャーを行わないことから、区分を廃止し、銘柄の登録を取り消す。 ・ 廃止時点でリージョナル区分に指定されていた銘柄は、消極的な投資勧誘 ^(注1) のみを認める。
運営費用の負担	グリーンシート制度運営に係る費用を発行会社及び取扱会員に負担させる ^(注2) 。

(注1) ここでいう「消極的勧誘」とは、例えば、投資勧誘なしに顧客から買い注文が入ったにもかかわらず、これに対応する売り物が無い場合に株主（所有者）に売ってもらうように働き掛けることを指す。

(注2) 従来、グリーンシート運用関係費用はすべて協会の一般会計で担われており、発行会社や取扱会員からは費用徴収されていなかったが、2005年4月より発生するTDnet利用料（年額96,000円・当時税抜き）や証券コード付番に係る費用は発行会社負担となった。

（出所）大崎貞和「グリーンシート制度の見直しとその問題点」（『資本市場クォーター』）

2005年春、所収、2頁。ただし、若干の加筆・修正を加えた。

2006年3月には、フェニックス区分の取扱い及びエマージング区分からオーディナリー区分への移行基準の見直しが行われた。さらに、2008年3月には、上場廃止後の換金制度の整備の一環として、フェニックス区分がグリーンシート銘柄制度から分離された。

なお、このフェニックス区分の分離の背景としては、2007年4月、取引所上場廃止銘柄を保有する投資家に対し、投資家保護を図りながら換金を提供するとともに、上場廃止企業の再生を援助できる仕組みの整備と店頭有価証券の投資勧誘規制の見直しを目的として、エクイティ市場委員会の下部組織として「取引所上場廃止銘柄等の流通に関する制度整備ワーキング・グループ」が設置された。同年11月、同ワーキング・グループでの検討結果を取りまとめた「上場廃止銘柄の円滑な流通を促進するための制度整備について」と題する報告書が公表された。これによれば、従来の上場廃止銘柄はフェニックス区分において換金の方が提供されてきたが、ディスクロージャー体制等の不備によって上場廃止となる銘柄については、グリーンシート制度のディスクロージャーが強化されたため、この制度が利用できず、投資家に換金を提供できなくなることから、新たな受け皿として、現行のグリーンシートとは分離した制度を設ける必要があるとされた。これを受けて、2008年2月、規則の一部を改正し、新たな「フェニックス銘柄制度」が創設された。

このフェニックス銘柄制度の創設以降、大きな規則改正は行われなかったものの、グリーンシート銘柄の減少が続き、グリーンシート制度そのものに対する見直しの動きが高まった。このような事態を背景として、2011年9月、協会は「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」を設置し、検討を重ね、2012年6月に報告書を取りまとめた。そこでは、まずグリーンシートの銘柄数や売買高・売買金額などの低下についての分析が行われ、その要因として以下の点が指摘されている。①グリーンシート銘柄制度は指定基準に財務基準を設けず、赤字企業の資金調達に資する点が特徴であるが、各証券取引所に開設された新興市場でも同様の特徴を有するものが存在するようになり、非上場企業がグリーンシート銘柄制度を利用するインセンティブが低下した、②発行会社の業績や資産規模や株式の発行・流通状況を踏まえると、適時開示義務など発行会社のコスト負担が過大である、③譲渡制限を付さないというグリーンシート銘柄制度の指定条件が利用上の障害となっているというものである。

以上の検討を踏まえた上で、同報告書は次の結論を提示している。

- ① 発行会社の資金調達の観点から、同制度は取引所金融商品市場へのステップの場としての役割を果たしていない。
- ② 非上場会社及び投資家等には様々なニーズ³⁷があり、それに応えるためには、従来の

³⁷ これらのニーズとして、具体的には以下が列举されている。

- ・東日本大震災で被災した企業の資金調達ニーズ、及びそのような企業の従来からの取引先等による復興支援を目的とした投資ニーズ
- ・将来の上場益を目的とした投資ニーズ
- ・地方において影響力が大きい発行会社の株主優待の取得ニーズ
- ・銀行が担保として取得した非上場株式の処分ニーズ
- ・ベンチャーファンドや上場会社が保有することとなった非上場株式の処分ニーズ
- ・非上場株式を承継取得した相続人による、相続税の納付に伴う同株式の換金ニーズ
- ・取引所金融商品市場への上場を視野に入れた企業による、運転資金の調達ニーズ

グリーンシート銘柄制度のイメージ・目的には必ずしもとらわれない、非上場株式の発行・流通に幅広く利用される新たな枠組みの具体的な方向性を検討する必要がある。

最後に、この新たな枠組みの方向性として、下記のイメージを提示した。なお、ここでは、適時開示については、今後、具体的な検討を行うものとされた。

図表8 新たな枠組みの方向性イメージ

	新たな枠組みの方向性	GS 制度
制度目的	非上場会社及び投資家等の様々なニーズに応えるべく、非上場株式の発行・流通に幅広く利用されることを目的とする。	取引所金融商品市場へのステップの場として位置付けられている。
想定される流通の程度	様々なニーズに基づく散発的・非継続的な売買需要を満たす水準を想定している。	取引所金融商品市場に準ずる水準を目指している。
会社内容開示	証券会社による投資勧誘において、発行会社が作成した会社内容説明書等の使用を義務付ける。	証券会社による投資勧誘において、発行会社が作成した会社内容説明書等の使用を義務付けている。
適時開示	今後、具体的な検討を行う。	発行会社に適時開示を義務付けている。
投資家	発行	限定された投資家のみ
	流通	限定された投資家間のみ
取扱う証券会社の役割等	相対取引であることを前提に、限定された流通範囲の担保や不公正取引排除といった投資家保護等の観点から、証券会社の品質を一定程度担保する規制を導入する。	・ 適当性の審査義務 ・ 売買価格等の報告義務 ・ 会社情報の開示の指導義務 ・ 外形的な指定基準なし。

注) 上記の新たな枠組みの方向性は、本懇談会において、今後の日本証券業協会における制度設計において留意する必要があるとした内容である。

(出所) 日本証券業協会「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」報告書、
2012年6月19日、10頁。

その後、2013年12月には、金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告が公表され、株式投資型クラウドファンディングの制度を整備するとともに、グリーンシート銘柄制度に代わる新たな制度として投資グループ（現在の株主コミュニティ）の制度を整備することなどが提言された。これを受けて、2018年1月、「グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄に関する規則」の一部改正等が行われ、同年3月をもってグリーンシート銘柄制度は廃止された。

5.3. グリーンシート市場の推移

上記のように2018年4月にグリーンシート銘柄制度は約20年の歴史を閉じたが、この間の市場の推移を概観する。

まずグリーンシート銘柄の市場規模の推移を概観する。その際、同時期に創設された他市場と比較すると以下の通りとなる（図表9）。

これを見ると、2003年までは、マザーズ、ナスダック・ジャパンなどの銘柄数を上回っており、店頭市場を別とすれば、新興市場をリードする存在であったことがわかる。しかし、2005年以降は、グリーンシートの銘柄数が減少傾向に転じた半面、マザーズや大証ヘラク

レスが伸長するとともに、いわゆる「新興市場ブーム」の下で地方証券取引所の開設した新市場が徐々にではあるが、銘柄数を伸ばす一方、逆にグリーンシートの存在感が低下していったといえる。

図表 9 グリーンシートと他の新興市場との銘柄数の比較

年	グリーンシート	店頭 / JASDAQ	ナスダック・ジャパン / 大証ヘラクレス	マザーズ	TOKYO PRO Market	名証セントレックス (現ネクスト)	福証 Q-Board	札証アンビシャス
1997	22	834	—	—	—	—	—	—
1998	32	856	—	—	—	—	—	—
1999	41	868	—	2	—	0	0	—
2000	43	886	40	29	—	0	0	0
2001	40	926	82	36	—	1	0	1
2002	63	939	101	43	—	0	0	1
2003	77	943	103	72	—	0	1	1
2004	96	944	110	122	—	5	2	2
2005	90	1080	124	150	—	18	4	2
2006	90	1126	155	185	—	31	8	6
2007	79	1151	172	195	—	32	10	11
2008	75	1095	169	196	—	30	10	11
2009	65	1038	149	183	—	28	10	10
2010	60	998	—	179	—	27	10	10
2011	49	963	—	176	—	22	10	9
2012	38	921	—	180	3	17	11	8
2013	36	876	—	191	6	14	9	5
2014	32	843	—	205	9	13	10	5
2015	22	791	—	220	14	13	12	6
2016	18	756	—	228	16	13	14	6
2017	11	748	—	247	22	13	14	8
2018	0	725	—	275	29	12	16	9

(資料) 日本証券業協会及び各取引所資料より作成。

次に、グリーンシートと他市場との売買株数及び売買代金を比較したものが図表 10 であり、それを比率で表すと図表 11 となる。なお、グリーンシートの場合、売買株数に比べると売買金額が相対的に低く、2 ケタ台の株価となるが、これはグリーンシート銘柄にチッソが含まれていたことが大きく影響していると考えられる。同銘柄は、売買株数の約 9 割を占めており、同社株価は最高値でも 220 円（2006 年）であった。したがって、売買株数を見ていくと、JASDAQ やマザーズなどとは比較にならないが、地方証券取引所の新興 3 市場をかなり上回っていた時期もあった。ただし、それ以降、新興 3 市場がいずれも売買株数を増加させると、グリーンシートはその後塵を拝するようになる。

図表 10 グリーンシートと他市場の売買株数・売買代金の比較

(単位：千株、千円)

年	グリーンシート		フェニックス		JASDAQ		マザーズ	
	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額
2005	11,422	1,739,985			38,647,339	29,558,168,000	10,612,002	20,571,037,000
2006	16,066	3,129,899			23,100,722	36,890,666,000	3,746,481	21,977,973,000
2007	10,544	1,122,635			13,988,247	17,409,379,000	1,136,310	13,403,129,000
2008	12,033	1,079,033	6	260	12,167,584	6,838,978,000	1,754,846	6,057,358,000
2009	5,894	1,569,554	48	5,866	9,345,326	4,135,565,000	1,275,373	3,829,377,000
2010	7,713	209,861	29	3,914	7,780,105	4,901,938,000	1,041,272	3,698,603,000
2011	4,206	103,383	381	2,852	11,627,351	5,515,978,000	2,278,151	4,480,827,000
2012	1,682	45,210	133	4,435	11,347,660	5,101,575,000	2,470,387	3,274,099,000
2013	5,899	108,271	109	13,657	13,237,308	11,091,149,000	10,631,593	27,841,013,000
2014	4,070	109,406	178	150,758	37,019,052	23,871,811,000	23,035,432	34,968,861,000
2015	8,994	165,909	173	66,540	37,077,973	18,117,235,000	16,053,604	23,059,265,000
2016	9,620	158,647	29	2,243	29,715,104	12,135,673,000	16,838,945	29,640,306,000
2017	11,415	117,032			31,788,110	17,942,615,000	19,187,800	27,408,857,000
2018	4,846	38,299			30,165,391	18,240,724,000	14,775,667	23,828,660,000

年	大証ヘラクレス		名証セントレックス(現ネクスト)		福証 Q-Board		札証アンビシャス	
	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額
2005	1,308,549	9,674,806,463	9,985	237,339,922	39	16,985,107	35	9,400,720
2006	1,602,828	13,326,854,520	30,897	204,398,757	65	6,462,043	237	31,362,762
2007	1,695,269	6,188,056,214	23,643	48,675,509	54	2,959,302	171	6,652,007
2008	797,201	2,218,134,298	18,710	14,304,409	12	452,359	145	1,561,917
2009	859,146	914,965,444	17,718	14,086,093	27	431,486	157	851,655
2010			9,894	14,776,287	11	338,230	100	988,395
2011			21,846	6,281,896	45	1,461,514	733	1,188,054
2012			45,176	42,986,409	806	4,379,107	2,760	18,168,746
2013			94,624	55,172,150	11,618	66,401,688	8,184	5,677,979
2014			372,569	26,589,467	8,325	11,070,556	6,160	6,478,465
2015			517,968	34,577,954	5,270	3,358,174	81,902	67,188,058
2016			27,461	12,269,893	2,428	1,263,859	58,145	49,096,126
2017			40,087	18,921,399	5,710	3,972,951	159,901	290,215,666
2018			229,303	425,327,017	10,955	12,157,753	267,880	200,769,281

(注) 2018 年のグリーンシートの数字は、同年 3 月末のものである。また、データの入手可能な 2005 年以降に限定した。

(資料) 日本証券業協会及び各取引所のデータによる。

図表 11 グリーンシートと他市場の売買株数・売買代金の比率

(単位：％)

年	グリーンシート / JASDAQ		グリーンシート / マザーズ		グリーンシート / 大証ヘラクレス		グリーンシート / 名証セントレックス(現ネクスト)		グリーンシート / 福証 Q-Board		グリーンシート / 札証アンビシャス	
	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額
2005	0.03%	0.01%	0.11%	0.01%	0.87%	0.02%	114.4%	0.7%	29509%	0.07%	32646.5%	18.5%
2006	0.07%	0.01%	0.43%	0.01%	1.00%	0.02%	52.0%	1.5%	24700%	0.25%	6764.9%	10.0%
2007	0.08%	0.01%	0.93%	0.01%	0.62%	0.02%	44.6%	2.3%	19491%	0.36%	6167.4%	16.9%
2008	0.10%	0.02%	0.69%	0.02%	1.51%	0.05%	64.3%	7.5%	100685%	2.66%	8277.5%	69.1%
2009	0.06%	0.04%	0.46%	0.04%	0.69%	0.17%	33.3%	11.1%	21894%	1.37%	3755.8%	184.3%
2010	0.10%	0.00%	0.74%	0.01%			78.0%	1.4%	70000%	2.28%	7683.3%	21.2%
2011	0.04%	0.00%	0.18%	0.00%			19.3%	1.6%	9415%	0.29%	573.9%	8.7%
2012	0.01%	0.00%	0.07%	0.00%			3.7%	0.1%	209%	0.04%	60.9%	0.2%
2013	0.04%	0.00%	0.06%	0.00%			6.2%	0.2%	51%	0.01%	72.1%	1.9%
2014	0.01%	0.00%	0.02%	0.00%			1.1%	0.4%	49%	0.04%	66.1%	1.7%
2015	0.02%	0.00%	0.06%	0.00%			1.7%	0.5%	171%	0.27%	11.0%	0.2%
2016	0.03%	0.00%	0.06%	0.00%			35.0%	1.3%	396%	0.76%	16.5%	0.3%
2017	0.04%	0.00%	0.06%	0.00%			28.5%	0.6%	200%	0.29%	7.1%	0.0%
2018	0.02%	0.00%	0.03%	0.00%			2.1%	0.0%	44%	0.04%	1.8%	0.0%

(資料) 日本証券業協会及び各取引所のデータによる。

第三に、グリーンシート銘柄について、より詳しく区分別の推移をみると、以下の図表 12 となる。

図表 12 グリーンシート銘柄の推移

年	エマージング		リージョナル / オーディナリー		フェニックス		投信・SPC		合計	
	銘柄数	増減率	銘柄数	増減率	銘柄数	増減率	銘柄数	増減率	銘柄数	増減率
1997	—	—	—	—	—	—	—	—	22	—
1998	—	—	—	—	—	—	—	—	32	45.5%
1999	—	—	—	—	—	—	—	—	41	28.1%
2000	15	—	24	—	4	—	—	—	43	4.9%
2001	18	20.0%	18	-25.0%	4	0.0%	—	—	40	-7.0%
2002	41	127.8%	18	0.0%	4	0.0%	—	—	63	57.5%
2003	54	31.7%	17	-5.6%	5	25.0%	1	—	77	22.2%
2004	70	29.6%	17	0.0%	8	60.0%	1	0.0%	96	24.7%
2005	68	-2.9%	14	-17.6%	7	-12.5%	1	0.0%	90	-6.3%
2006	54	-20.6%	28	100.0%	7	0.0%	1	0.0%	90	0.0%
2007	43	-20.4%	28	0.0%	7	0.0%	1	0.0%	79	-12.2%
2008	31	-27.9%	43	53.6%	—	—	1	0.0%	75	-5.1%
2009	21	-32.3%	43	0.0%	—	—	1	0.0%	65	-13.3%
2010	20	-4.8%	39	-9.3%	—	—	1	0.0%	60	-7.7%
2011	16	-20.0%	33	-15.4%	—	—	0	-100.0%	49	-18.3%
2012	14	-12.5%	24	-27.3%	—	—	0	—	38	-22.4%
2013	15	7.1%	21	-12.5%	—	—	0	—	36	-5.3%
2014	12	-20.0%	20	-4.8%	—	—	0	—	32	-11.1%
2015	6	-50.0%	16	-20.0%	—	—	0	—	22	-31.3%
2016	4	-33.3%	14	-12.5%	—	—	0	—	18	-18.2%
2017	1	-75.0%	10	-28.6%	—	—	0	—	11	-38.9%
2018	0	-100.0%	0	-100.0%	—	—	0	—	0	-100.0%

(資料) 日本証券業協会の資料より作成。

これを見ると2001年を除いて2004年まではほぼ一貫して増加傾向を示したのに対し、2004年の96銘柄をピークに減少傾向に転じ、その後一貫して減少していることがわかる。したがって、減少の要因としては、2005年の全面的な制度改革が指摘できる。

また、区分別にみると、エマージング区分とリージョナル／オーディナリー区分では、やや減少傾向に違いが見られることもわかる。エマージング区分では、2004年を境に減少傾向に転じ、2005年68銘柄に対し、2006年54銘柄（減少率20.6%）、翌2007年には43銘柄（同20.4%）、さらに2008年には31銘柄（同27.9%）、2009年には21銘柄（同32.3%）となり、この4年間に68銘柄から21銘柄となり、約7割の銘柄が減少したことになる。逆に、リージョナル／オーディナリー区分では、2004年17銘柄から2005年14銘柄に減少したものの、2006年には28銘柄と倍増しており、その後も2007年28銘柄から2008年43銘柄へと53.6%増を記録している。この区分が減少に転じるのは2010年からであり、その後はエマージング区分同様に一貫して減少傾向を示している。このことは、2005年の制度改革の影響が、リージョナル／オーディナリー区分の発行会社よりもエマージング区分の発行会社にとってより大きなものとなったことを示している。特に適時開示の負担は、そのような体制が整っていない新興企業には相当のコスト増となったと考えられる³⁸。この制度改革については、当初一部にはグリーンシート銘柄の位置づけが向上あるいは昇格したという肯定的な評価も見られたものの、発行会社の負担を徒に大きくするだけの過剰規制とする批判的な評価も示された³⁹。結果的にはこの規制が市場縮小の要因になったという認識がその後共有され、株主コミュニティ制度創設の地盤となったと考えられる。

5.4. 株主コミュニティ制度創設と展開（2015年～）

上記のように、グリーンシート銘柄制度の銘柄数が減少するとともに、その売買も低調に推移したことから制度の見直しが課題となるとともに、2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略—JAPAN is BACK」では、「個人からベンチャーへの資金の流れを一層太くすることに加え、（中略）民間企業等によるベンチャーや新事業への投資を行いやすくする。こうした取組により、産業の新陳代謝を促すことで、開業率が廃業率を上回る状態にし、開業率・廃業率が米国・英国レベル（10%台）になることを目指す」ことが目標として掲げられた⁴⁰。これを踏まえて、同年6月、金融審議会は「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」を設置し、同年12月に報告書を提出した。そこでは、投資型クラウドファンディングの利用促進とともに非上場株式の取引・換金のための枠組みとして、「新たな非上場株式の取引制度」の整備が提言された⁴¹。

³⁸ グリーンシート制度運営に係る費用が発行会社及び取扱会員の負担となったが、金額は軽微であり、これはグリーンシートからの退出の理由にはなっていないと思われる。

³⁹ 大崎貞和「グリーンシート制度の見直しとその問題点」（『資本市場クォーターリー』2005年春、はこの制度改革を「自由度を奪う過剰規制」としている（4頁）。

⁴⁰ 閣議決定「日本再興戦略—JAPAN is BACK」2013年6月14日、26頁。

⁴¹ 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」2013年12月25日、2～8頁。

なお、同報告書では、新たな取引制度について、証券会社が投資勧誘を行える範囲を銘柄毎に組成・管理された「投資グループ」のメンバーに限定することで、一定の取引ニーズ・換金ニーズに応えられる程度の流通性に留めることが適当であることが明記されるとともに、上場株式の原則どおり、インサイダー取引規制の適用対象外とすることが適当であるとの方針が提示された。したがって、発行者の開示義務についても、発行者に対して、グリーンシート銘柄制度ほどの開示義務を課す必要はないとの判断が示された⁴²。

このような経緯に沿って、2013年10月、協会は「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ」を設置し、同年11月から翌2014年5月まで11回に及ぶ検討会合を開催し、2014年6月「株式投資型クラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度等に代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について」と題する報告書を公表した。

同報告書は、株式投資型クラウドファンディングとグリーンシート銘柄制度の代替案との2つを柱とするものであるが、前者については次節で取り上げ、ここでは後者についての論点を取り上げる。

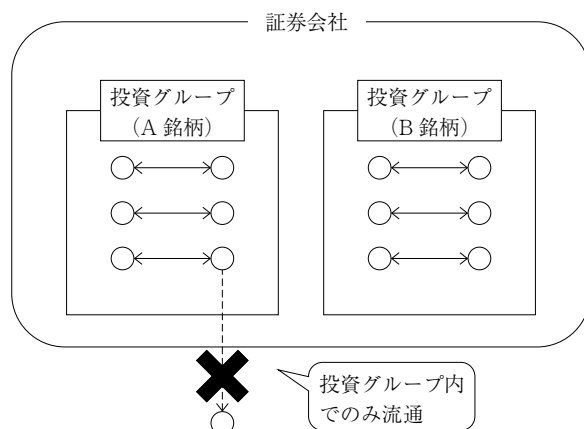
まず、非上場株式取引の現状として、①グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄については、上場会社並みのディスクロージャーを条件として投資者への投資勧誘が認められている、②グリーンシート銘柄制度及びフェニックス銘柄制度があるものの2007年ごろから大きく落ち込んでいる、③無登録業者による非上場株式の投資勧誘による詐欺事案が横行し、被害も増加しているという3点が指摘されている。

次に、グリーンシート銘柄制度の問題点として、前述の「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」報告書（2012年6月）によって指摘された問題点を踏まえた上で、新たな非上場株式の取引制度の内容として、以下の12項目の構想が提示されている。

- ① 投資グループ：高度の流通性を付与することを回避するため、証券会社が銘柄毎に投資グループを組成し、証券会社による投資勧誘と株式流通の範囲を投資グループ加入者に限定する（図表13）。投資グループへの加入は、投資意向を有する投資者からの自己申告（申出）を基本とし、当該非上場株式の取引の特性やリスクについて、証券会社が投資者の納得・了承を得る。

⁴² 前掲、6～8頁、参照。

図表 13 「株式投資型クラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度等に代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について」で示された投資グループのイメージ



(出所)「株式投資型クラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度等に代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について」2014年6月17日、45頁。

- ② インサイダー取引規制の適用：インサイダー取引規制の適用対象外とすることによって適時開示義務を発行者に課す必要がなくなり、発行者の負担が軽減される。
- ③ 発行者による会社情報の提供：①発行者が有価証券報告書を作成・提出している場合は、当該有価証券報告書、②会社法に基づく事業報告書及び計算書類等、③募集等の取扱いを行う場合は、募集事項等に関する内容が記載された書面、④その他、である。
- ④ 証券会社から投資グループ加入者（投資者）への会社情報の提供：証券会社は、発行者から提供を受けた会社情報を投資グループの加入者に提供すべきである。その際、提供の方法としては、文書の交付及び電子ファイルの提供、ウェブサイト上での閲覧・取得可能な状態の確保等が考えられる。また、発行者に関する会社情報の提供は、投資勧誘の一環として捉えられることから、その提供は当該投資グループの加入者に限定して行われるべきである。
- ⑤ 投資者の投資グループへの加入及び脱退：投資者の投資グループへの加入及び脱退は、投資者から証券会社への自己申告による。さらに、投資グループに未加入の投資者に対して加入を勧誘することは適当でない。
- ⑥ 投資者におけるリスク等の認識の確認：投資グループへの加入を初めて申し出た投資者から「確認書」を徴求することが適当である。なお、リスクとは、①流通範囲の制限の存在、②取引は証券会社を通じて行うこと、③インサイダー取引規制の適用外であること、④金商法上の開示や上場会社のような適時開示が行われないこと、⑤気配が存在しないことが多いこと、⑥会社法上の譲渡制限が付されている場合があること、⑦株式の価値が大きく失われるリスクがあること、⑧中長期的な保有を原則とすること、である。
- ⑦ 契約締結前交付書面の交付及びこれによる説明：証券会社は契約締結前交付書面を交付するとともに、この記載内容について説明する必要がある。
- ⑧ 投資グループを組成する銘柄の選定：証券会社が投資グループを組成するに当たって

は、当該非上場株式の発行者及びその事業の実在性、法令遵守状況を含めた当該事業の社会性及び反社会的勢力との関係の有無について確認を行う。

- ⑨ 証券会社に関する情報の提供：現行のディスクロージャー誌等の公衆縦覧の義務に加え、自社のホームページ上にこれらを掲載することを義務付ける。
- ⑩ 投資グループ内で行われる募集の取扱い等：募集の取扱いを行う場合は、上記の①から⑨までに加え、調達資金の用途等について確認することとする。なお、募集の取扱い期間中、証券会社は、自社のホームページにおいて、発行者名の明示、発行者のホームページへのリンクの設定、募集等の取扱い等を行っている旨及びその申込期間を明示し、投資グループに加入していない者に対しても明らかにする。また、この募集については、協会の引受規則が適用される。さらに、証券会社は、この募集において調達された資金使途状況を一定期間確認し、その情報を投資グループの投資者に提供する。
- ⑪ 証券会社における業務管理体制の整備：証券会社は、前記の③から⑩までの内容ならびに非上場株式の取引、受渡し方法及び条件等について規定した「取扱要領」を策定するとともに、取扱要領の手続を適切に遂行するために必要な体制を整備する。
- ⑫ 協会による管理：投資グループ組成の前に、前述⑪の取扱要領を協会に提出する。また、取扱要領に変更が生じた場合、協会に提出する。なお、取引状況について協会に報告する。

同報告書の内容は、概ね以上である。この報告書が取りまとめられた後、協会は「株主コミュニティに関する規則」を制定するとともに、「グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄に関する規則」等の一部を改正し、2015年5月より施行された。その際、グリーンシート銘柄制度に代わる、新たな取引制度は「株主コミュニティ制度」とされた。

この株主コミュニティ制度は、前述の報告書に沿って、その枠組みが規制されており、株主コミュニティとは、「地域に根差した非上場の企業等の株式を売買したり、その株式の発行により資金を集める仕組み」としている。また、ロゴマークも採用された（図表14参照）。このロゴマークは、「地域に根差す株主コミュニティ」というコンセプトから、木をモチーフにデザインされ、たくさんの人が集まりコミュニティが活性化していく様子が表現されている。また、暖かい印象を伝えるために、オレンジをベースに、モチーフである木を連想させる緑をアクセントに配色された。

図表14 株主コミュニティのロゴマーク



（出所）日本証券業協会ホームページ。

5.5. 株主コミュニティ制度の推移

このような経緯を経て創設された株主コミュニティ制度であるが、創設当初は、順調に拡大・発展しているとはいいがたい状況であった（図表 15 参照）。

図表 15 株主コミュニティ制度における株式取引の推移

年	運営 銘柄数 (単位： 銘柄)	運営 会員数 (単位： 社)	店頭取引の状況		募集・私募の取扱いの状況				売出しの取扱い等の状況			
			約定数量 (単位：株)	約定金額 (単位：円)	取扱件数 (単位：件)	新規発行 株式数 (単位：株)	募集価格の 総額 (単位：円)	発行価額の 総額 (単位：円)	取扱件数 (単位：件)	売出 株式数 (単位：株)	売出価格 の総額 (単位：円)	払込金額 の総額 (単位：円)
2015	11	2	34,792	71,149,185	—	—	—	—	—	—	—	—
2016	13	3	351,300	441,599,762	—	—	—	—	—	—	—	—
2017	16	3	439,856	551,013,504	—	—	—	—	—	—	—	—
2018	20	5	1,980,662	499,065,016	—	—	—	—	—	—	—	—
2019	19	6	2,673,092	500,798,270	—	—	—	—	—	—	—	—
2020	21	6	2,339,842	497,624,796	1	1,000,000	2,000,000,000	2,000,000,000	—	—	—	—
2021	29	7	3,692,380	991,391,272	6	101,574	191,600,000	191,600,000	—	—	—	—
2022	39	8	9,147,100	1,377,891,868	7	1,041	176,350,000	176,350,000	—	—	—	—
2023 (11月17日現在)	40	9	2,737,228	1,069,021,016	5	145,282	232,320,000	232,320,000	1	297	14,850,000	14,850,000

（出所）日本証券業協会の資料による。

これを見ると、2015年から2017年の3年間は、運営会員数3社、運営銘柄数11～16銘柄であり、売買株数3.5万株～44万株程度、売買代金0.7億円～5.5億円程度であり、きわめて存在感に乏しいものであったといえる。

このような状況を踏まえ、株主コミュニティ制度の更なる利活用に向けた意見交換を行うことを目的として、2018年3月に「株主コミュニティ制度に関する懇談会」が設置され、2019年1月に同報告書が取りまとめられた。同懇談会では、①現行制度を変更する場合であっても、既存の株主コミュニティの取扱いに支障が出ないようにすること、②引き続き外部監査を必須要件とせず、インサイダー取引規制の適用対象外とすることにより適時開示を不要とするといった、発行者にとって負担がない制度設計を維持することという2点を前提として検討が重ねられ、主として①株主コミュニティ非参加者への情報提供のあり方、②参加勧誘のあり方、③わかりやすさの向上の3点が課題として指摘された。

- ① 非参加者への情報提供については、情報提供の内容や方法が勧誘行為に発展しない範囲において適切に行われるよう検討が重ねられた。具体的には、非参加者からの求めに応じて公表済みの情報を提供するといった受動的な情報提供は、情報提供の範囲を逸脱するものではないという意見、約定価格について、運営会員が非参加者の求めに応じて提供することに問題があるとは考えにくいとの見解が示され、具体的な例をセーフハーバーとして示す必要性についても言及された。
- ② 参加勧誘のあり方については、無制限に参加勧誘を可能にすれば、流通性が向上し、インサイダー取引規制の対象となることが懸念されたため、参加者の拡充とのバランスに配慮した検討が重ねられ、発行会社の役員、従業員、既存株主などのように対象顧客を外形的に限定できれば参加勧誘を可とする案やオブザーバー制度（仮称）を設け、株主コミュニティに参加する前段階の顧客ステータスを創設する案が示された結果、2019

年7月、参加勧誘禁止の例外として、発行会社の役員、従業員及び既存株主への参加勧誘が追加された。

- ③ 投資者にとってのわかりやすさの向上については、株主コミュニティ銘柄を各銘柄の特性に応じてカテゴライズすることで、非参加者が株主コミュニティに参加するための判断を行いやすくするといった方法が検討され、カテゴリ分けは有用との見方が概ね支持されたものの、具体的なカテゴリ分けについては成案が得られなかった。

なお、同懇談会では、株主コミュニティ制度と同時に導入された株式投資型クラウドファンディングとの連携についても検討されるなど、新しいアイデアも示されたが、具体的な制度改正に至らなかった。ただし、この懇談会は、市場関係者が非上場株式市場の活性化について、より踏み込んだ議論を行うひとつの契機となり、2020年11月に「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」が設置されることになる。

同検討懇談会は、従来の「店頭銘柄」ないし「店頭市場」ではなく、「非上場株式」という呼称を採用し、その活性化をテーマとした点で画期的であった⁴³。また、同検討懇談会は、前述の懇談会の検討結果を踏まえただけでなく、非上場企業の資金調達の円滑化と手段の多様化、成長資金の円滑な供給に向けた非上場株式等の発行・流通市場の見直しという国内的な政策課題、さらには米国におけるレギュレーションDの活発な利用、英国での株式投資型クラウドファンディングの活発化などの海外の情勢も背景的要因となっていた。したがって、ここでの検討内容は、単に株主コミュニティ制度の活性化に留まらず、より広い枠組みで検討が重ねられ、2021年6月に同検討懇談会報告書が取りまとめられた。

同検討懇談会における具体的な検討内容としては、①今後拡大が見込まれる特定投資家向け発行・流通市場の制度整備、②株主コミュニティ制度・株式投資型クラウドファンディング制度の改善であった。

①に関して、今後上場を目指す企業などには資金調達ニーズがある一方、起業経験者、富裕層、VC・CVC、PE、事業会社、機関投資家、会社関係者等、地元企業等には資金提供ニーズがあることから、リスク許容度のある投資家向けの発行・流通市場の整備について賛同が得られたが、その際には発行者に係る情報の提供・公表の負担や証券会社の審査の負荷、投資者保護とのバランスを考慮した現実的な制度設計が望ましいという意見が示された。

②に関して、株主コミュニティ制度については、ビジネス経験豊富で余裕資金のある企業経営者や富裕層等のリスク許容度の高い投資家に参加勧誘を解禁すべきであるという意見が出され、株式投資型クラウドファンディングについては、①その投資上限規定（年間50万円以下）は投資意向があるリスク許容度の高い投資家にとっては過度な規制である、②少数人数私募の人数通算規定のため、株式投資型クラウドファンディング後、半年以内に少数人数私募で資金調達ができないことは問題である、③株主コミュニティ・株式投資型クラウドファンディングの有価証券届出書の提出基準及び株式投資型クラウドファンディングの発行可能総額基準の引上げによって資金調達を促進すべき、といった意見が示された。

⁴³ 「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会第1回議事概要」2020年11月30日、1頁、参照。

このような意見を踏まえて、同報告書では、今後の改善案として、以下の点が挙げられた。
まず、特定投資家私募制度については、現在 TOKYO PRO Market でしか利用できない特定投資家私募を非上場株式やファンド等でも利用可能とする。

次に、株主コミュニティ制度については、①特定投資家を参加勧誘対象とする、②株主コミュニティ銘柄の会社関係者等は、株主コミュニティへの参加を取引の条件として投資勧誘を可能とする、③既存株主による売付けに係る投資勧誘は、株主コミュニティに参加していても可能とする、④有価証券報告書等で企業内容を開示している銘柄における参加勧誘対象者を拡大するというものである。

第三に、株式投資型クラウドファンディングについては、①投資家の投資上限額（50 万円）について、特定投資家の投資上限額の見直し、②株式投資型クラウドファンディング単体で年間 1 億円調達可能とするための発行総額の算定方法の見直し、③少人数私募の人数通算期間の短縮（6 か月→3 か月）というものである。

上記の報告書の結論を踏まえて、2022 年 4 月、「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則」の制定及び「株主コミュニティに関する規則」等の改正がなされた。そこでは、株主コミュニティの参加者以外の者に対する投資勧誘の特例として、会社関係者等や既存株主への投資勧誘が追加された。

このような議論の進展とともに、2020 年以降の株主コミュニティ制度の規模は、拡大傾向がみられる。2019 年と 2022 年を比べると、銘柄数は 19 銘柄から 39 銘柄と倍増し、運営会員数も 6 社から 8 社に増加した。取引状況については、売買株数は約 267 万株から約 915 万株と 3 倍以上増加し、売買代金も約 5 億円から約 13 億円へと 2 倍以上増加した。

グリーンシート銘柄制度の規模が最も拡大したのは 2006 年であるので、その時点の数値と 2022 年の株主コミュニティ制度の数値を比較すると、銘柄数 43%（39 銘柄 /90 銘柄）、売買株数 57%（910 万株 /1,600 万株）、売買金額 44%（14 億円 /31 億円）と概ね半分程度の規模にまで近づいたといえる。

このような拡大の背景としては、① 2020 年から取扱件数は少ないながらも増資案件が見られるようになり、資金調達ニーズに対応できるようになってきたこと、②株式投資型クラウドファンディング運営業者が株主コミュニティ銘柄をオンライン上で売買できるサービスを提供し始めたこと⁴⁴、③大手証券会社が運営会員に加わったこと⁴⁵などが挙げられる。また、地方証券取引所との連携⁴⁶も開始され、今後の展開が期待される。

⁴⁴ 株式会社日本クラウドキャピタル（現在は株式会社 FUNDINNO）は、2021 年 12 月から FUNDINNO MARKET による売買を開始した。同社 HP、参照。

https://fundinno.com/about_shareholder_community

⁴⁵ 2023 年 2 月 8 日現在の運営会員は、以下である。今村証券株式会社（指定日 2015 年 8 月 28 日）、島大証券株式会社（同 2015 年 10 月 26 日）、株式会社しん証券さかもと（同 2023 年 2 月 8 日）、大山日ノ丸証券株式会社（同 2018 年 1 月 18 日）、徳島合同証券株式会社（同 2022 年 6 月 20 日）、野村證券株式会社（同 2019 年 7 月 17 日）、株式会社 FUNDINNO（同 2021 年 12 月 1 日）、みずほ証券株式会社（同 2018 年 3 月 7 日）、みらい證券株式会社（同 2016 年 6 月 17 日）

⁴⁶ 名古屋証券取引所「東海地区における株主コミュニティ制度の活性化に向けたサポート業務の提供開始について」『月刊資本市場』2023 年 1 月、No.449、55 頁、参照。

5.6. 株式投資型クラウドファンディングの導入と展開

株式投資型クラウドファンディングの導入については、2013 年 12 月、金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告が公表され、株式投資型クラウドファンディングの制度を整備するとともに、グリーンシート銘柄制度に代わる新たな制度として投資グループ（現在の株主コミュニティ）の制度を整備することなどが提言されたことを契機とする。ただし、協会は、同報告書の公表よりも早く、2013 年 10 月「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ」を設置し、検討を開始し、同年 11 月から翌 2014 年 5 月まで 11 回に及ぶ検討会合を開催した。その結果を踏まえて、同ワーキング・グループは、2014 年 6 月「株式投資型クラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度等に代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について」と題する報告書を公表した。

この報告書では、株式投資型クラウドファンディングに関して、下記の 6 項目の方針が示された。

- ① 本協会の会員等（証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者）が行う株式投資型クラウドファンディングにおける投資勧誘を、非上場株式に係る投資勧誘禁止の例外として認める。
- ② 第一種少額電子募集取扱業者に対しても、基本的に、通常の証券会社に適用される、現在の自主規制を適用する。
- ③ 証券会社が行う株式投資型クラウドファンディングも、第一種少額電子募集取扱業者と同様に、「少額」のものに限定するとともに、電話及び対面等インターネット以外の勧誘手法と併用しない。
- ④ 上記②に加えて、株式投資型クラウドファンディングに係る自主規制を策定。具体的には、銘柄選定、投資者におけるリスク認識の確認、ウェブサイト上での投資者に対する情報提供、業務管理体制の整備等である。
- ⑤ 株式投資型クラウドファンディングに係る自主規制の詳細な内容は、法令上の規制の全貌が明らかとなった後に検討する。
- ⑥ 関係法令の施行(2014 年 5 月 30 日から 1 年以内)に合わせて、株式投資型クラウドファンディングに係る制度を導入する。

このような検討結果を踏まえて、2015 年 5 月、株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則が制定・施行され、株式投資型クラウドファンディング制度が発足した。なお、同制度の概要は、図表 16 の通りである。

図表 16 株式投資型クラウドファンディング制度の概要

【取り扱われる有価証券について】

- ・クラウドファンディング業者は、株式投資型クラウドファンディングにおいて取り扱う株式とその株式を発行する会社の財務状況、事業計画の妥当性や資金使途等を審査し、適当と認めたもののみを取り扱う。
- ・株式投資型クラウドファンディングにより、同一の会社が資金調達を行うことができる金額は、1年間に1億円未満である。

【投資勧誘や投資金額について】

- ・株式投資型クラウドファンディングは、クラウドファンディング業者がそのウェブサイトを開覧させたり、電子メールを送信する方法によってのみ投資勧誘が認められている。電話や訪問による投資勧誘は禁止されている。
- ・1人の投資家が株式投資型クラウドファンディングを通じて投資できる金額は、同一の会社が発行する株式につき1年間に50万円以下である。

【クラウドファンディング業者から投資家への情報提供等について】

- ・クラウドファンディング業者は、株式投資型クラウドファンディング業務により取り扱う株式及びその株式を発行する会社の概要や、資金調達等の内容をそのウェブサイトにおいて公表する。

【取引について】

- ・クラウドファンディング業者は、投資経験や預り資産等についての取引開始基準を定め、この基準を含めた適合性を確認することができた投資家との間でのみ、株式投資型クラウドファンディングによる取引を行う。
- ・株式投資型クラウドファンディングにより取得した株式は、取引所に上場しておらず、流通取引を前提としていないため、換金性が著しく乏しいものである。
- ・株式投資型クラウドファンディングによる株式の取得に関し、その申込みの日から8日間は、申込みの撤回または契約の解除をすることができる。
- ・株式投資型クラウドファンディング終了後においても、会社等から投資家に対し会社の事業の状況についての定期的な情報提供が行われる。

(資料) 日本証券業協会の資料による。

株式投資型クラウドファンディングの推移は、図表 17 の通りである。これを見ると、制度発足当初の 2015 年から 2016 年にかけては、これを取り扱う会員も現れず、またクラウドファンディングによって株式発行を行う会社が現れるかどうかも懸念されたが、株式発行に関してみると、2017 年から 2 社の会員が取扱を開始し、同年の取扱件数 17 件（うち成立案件 17 件）、発行会社の資金調達額（発行価額の総額）約 4 億 7,000 万円であった。その後、市場規模は、概ね拡大傾向を示し、2022 年末現在では会員数 5 社、取扱件数 114 件（うち成立件数 77 件）、資金調達額約 20 億円に達している。この間 6 年間で概ね 4～5 倍の規模となっている。

また、同制度では、新株予約権も取り扱うことができる。これは新株予約権を有償で取得する仕組みであり、2017 年から 1 社の会員が取り扱いを開始した。2022 年末現在、これを取り扱う会員は 1 社のままであるが、取扱件数は 1 件（うち成立件数 1 件）から 50 件（同 21 件）へと増加した。また、発行価額の総額も 4200 万円から約 5 億 7000 万円に増加した。

最近の株式投資型クラウドファンディングにおいては、以下の変化が見られる。

まず、当初の運営会員は、独立系であったが、その後は大手証券会社や IT 企業と人的・資本的関係をもつ運営会社の参入が見られるようになった。このことは、株式投資型クラウドファンディングの可能性が認知されるようになったことを示唆するものと思われる。

次に、それぞれの運営会社が既存の銀行や証券会社などと業務提携を結び、ネットワークを拡大させていることである。このような取り組みによってベンチャー企業を含む非上場企業の支援の枠組みが拡大することが期待される。

第三に、前述のように株主コミュニティ制度と連携し、非上場株式をオンラインで売買できるサービスが開始されたことも注目される。このことは株主コミュニティ制度の拡充にも寄与するものと期待される。

なお、株式投資型クラウドファンディングのさらなる拡充のためには、①投資家の投資上限額の引き上げ、②少人数私募の人数算定方法の見直し、③発行可能総額の引き上げ、④有価証券届出書等の提出基準の見直しなどの課題があることも指摘されている⁴⁷。

図表 17 株式投資型クラウドファンディングの推移

1. 株式

年	会員等数 (単位:社)	取扱件数 (単位:件)		目標募集額 (単位:円)		新規発行株式数 (単位:株)	募集価格の総額 (単位:円)	発行価額の総額 (単位:円)
			うち成立案件		うち成立案件			
2015	—	—	—	—	—	—	—	—
2016	—	—	—	—	—	—	—	—
2017	2	17	17	325,780,000	325,780,000	9,620,696	477,975,000	472,740,000
2018	2	51	35	1,103,324,000	709,920,000	3,170,709	1,279,605,000	1,275,445,000
2019	3	52	31	865,480,000	547,700,000	1,966,525	934,835,000	934,160,000
2020	5	70	50	1,081,149,800	690,317,800	2,816,258	1,641,414,400	1,641,414,400
2021	4	103	79	1,422,732,010	1,058,308,010	2,789,520	2,453,620,880	2,453,620,880
2022	5	114	77	1,369,485,410	886,916,500	2,756,023	1,933,331,900	1,933,331,900
2023(10月末現在)	4	49	36	581,147,000	413,066,600	10,935,626	1,034,452,990	1,034,452,990

2. 新株予約権

年	会員等数 (単位:社)	取扱件数 (単位:件)		目標募集額 (単位:円)		新規発行新株 予約権個数 (単位:個)	募集価格の総額 (単位:円)	発行価額の総額 (単位:円)
			うち成立案件		うち成立案件			
2015	—	—	—	—	—	—	—	—
2016	—	—	—	—	—	—	—	—
2017	1	1	1	42,000,000	42,000,000	600	42,000,000	42,000,000
2018	1	8	7	244,930,000	194,950,000	2,785	194,950,000	194,950,000
2019	1	2	1	29,530,000	16,030,000	1,743	17,430,000	17,430,000
2020	1	30	19	371,850,000	229,000,000	53,821	538,210,000	538,210,000
2021	1	56	39	890,100,000	548,820,000	128,295	1,282,950,000	1,282,950,000
2022	1	50	21	779,490,000	311,220,000	57,357	573,570,000	573,570,000
2023(10月末現在)	1	15	13	216,270,000	197,190,000	37,494	374,940,000	374,940,000

(注1) 本統計情報は、会員等から提出された月中の株式投資型クラウドファンディング業務の取扱状況についての報告をもとに集計したものである。

(注2) 各期間の集計については、払込日ベースで行っている。

(注3) 「目標募集額」は、募集又は私募に係る顧客の応募額の目標として設定した金額を表している。なお、当該金額は、発行者に支払われる予定の株式1件当たり（新株予約権の場合は新株予約権1個当たり）の金額の総額を表している。

(注4) 「募集価格の総額」は、発行者が会員等に支払う募集・私募の取扱手数料を含む顧客の払込金額の総額を表している。

(注5) 「発行価額の総額」は、発行者に支払われる株式1株当たり（新株予約権の場合は新株予約権1個当たり）の金額の総額を表している。

(注6) 「新規発行株式数」（新株予約権の場合は「新株予約権個数」）、「募集価格の総額」及び「発行価額の総額」は、募集・私募が成立しなかった場合の各数値を含んでいない。

(資料) 日本証券業協会の資料による。

⁴⁷ 前掲「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」報告書、10～12頁、参照。

6. まとめ

以下、非上場市場の歴史的展開を踏まえつつ、協会の果たしてきた役割を検証した上で、非上場市場の可能性及び今後の課題と展望についての私見は、以下である。

6.1. 非上場市場における協会の歴史的役割

非上場株式市場の歴史的展開において、協会の果たしてきた役割については、以下の3点が指摘できる。

まず、戦後初期に導入された店頭売買承認銘柄制度以降、現在の株主コミュニティ制度に至るまで、一貫して協会は非上場株式市場の管理・運営を担ってきた。この役割を担うにあたっては、行政機関、証券取引所及び多数の証券会社などとの困難な調整に多くの労力を費やししながら、自主規制機関として投資者保護を基本としたルール作りに貢献し、円滑かつ公正な市場形成に寄与してきたことは評価されるべきことと思われる。協会の貢献がなかったならば、現在の市場環境は全く異なったものとなっていたことは想像に難くないだろう。

次に、1973年に現在の協会が発足したことは、非上場株式市場のルール作りにおいて、重要な意義があったことも再確認する必要がある。統合前は地区ごとに証券業協会が設置され、店頭株式市場の管理・運営は、地区ごとに分散しており、必ずしも統一的なルールの下で管理・運営されていたわけではなかったが、協会の統合によって全国的に一律のルールの下で管理・運営がなされ、市場環境が整備されたことは、その後の非上場（店頭）株式市場の発展を考える際に重要な意義があったと思われる。

第三に、協会は、前述のように戦後一貫して非上場株式市場の管理・運営を担当してきたが、その役割は大きく変化したことも見落とすべきではないだろう。戦後の店頭売買承認銘柄制度の時代は、「雨後の竹の子」のように新興企業が勃興し、旺盛な資金調達ニーズをもつとともに、一獲千金を狙う投機資金が市場に流入する中で、協会が担ったのは、市場運営における調整的役割であった。しかし、現在は、グローバル化への対応やベンチャー育成などの政策課題の下でのルール作りが要請されており、その役割は大きな変化にさらされているといえるだろう。

6.2. 非上場市場の可能性

非上場市場の歴史的展開を踏まえて、その可能性を考えると、以下の3点が指摘できる。

第一に、非上場株式市場の多様な可能性である。従来の店頭市場は、取引所の補完的位置づけや上場廃止銘柄の「受け皿」的役割に甘んじてきたが、今日ではベンチャー育成、地域の活性化、ソーシャル・ビジネスなどSDGsにかかわる企業、さらにファミリー・ビジネスなどへの支援など多様な役割が期待される市場へと変化してきた。この変化を象徴的に示しているのが、株主コミュニティ制度である。そのロゴマークは、「たくさんの人が集まりコミュニティが活性化していく様子」を表現したものとされており、新しい市場の役割やあり方を表現するものといえる。

第二に、株主コミュニティと株式投資型クラウドファンディングとの連携に見られるように、フィンテックのような技術革新と非上場市場が連携し、オンライン上での展開が期待さ

れることである。すでにJASDAQ取引では、早期からオンライン化が取り入れられてきたが、昨今のフィンテックの進展は目覚ましく、従来の常識が易々と乗り越えられる可能性を秘めており、非上場株式市場もその中で新たな展開が期待される。

第三に、非上場株式市場の展開を考える際、私募制度の役割も重要であると思われる。すでに指摘されているように、米国では私募制度の整備・拡充が進められ、このことが新興市場を支える多様な投資家の参加につながっているといわれる。協会でも私募制度の見直しが進められており、今後の展開によっては非上場株式市場の可能性を広げるものと思われる。

6.3. 今後の課題と展望

上記のような可能性を具体化するための課題は多いが、重要な点はルール作りの発想の転換であると考えられる。従来は、行政を含む市場関係機関や業界の調整的な役割を担う面が多々あったと思われるが、「自治の精神に基づき、自ら策定した規則によって自らを律する」という原則の下、将来の非上場株式市場のあり方を見据え、従来の慣行や常識にとらわれない発想でルール作りをすることが求められる。

なお、本稿を作成するに際して、札幌証券取引所、名古屋証券取引所、日本証券業協会、日本証券経済研究所証券経済研究会メンバー、福岡証券取引所から貴重な資料を提供していただくとともに、関係者の方々からさまざまなご助言やご教示をいただきました。厚く御礼申し上げます。また、本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト（23 連 295:デジタル・ファイナンスによる地域活性化の可能性Ⅱ）の成果の一つです。同プロジェクトによる支援に厚く御礼申し上げます。

参考文献

- ・大崎貞和「グリーンシート制度の見直しとその問題点」『資本市場クォーターリー』2005 年春号
- ・金融審議会「『新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ』報告書」2013 年 12 月
- ・財団法人研究開発型企業育成センター「研究開発型企業育成策研究会報告書— 21 世紀を担う企業の育成振興をめざして」1981 年
- ・証券取引審議会「株式市場の機能拡充について— 中堅・中小企業と株式市場の関連を中心として—」1983 年 6 月
- ・証券取引審議会「株式公開制度の在り方について— 問題点とその改善策—」1988 年 12 月
- ・証券取引審議会「店頭市場の行為規制の適用について」1991 年 4 月
- ・証券取引審議会「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～」1997 年 6 月
- ・関要「店頭登録特則銘柄制度の新設について」『証券業報』1995 年 8 月
- ・日本証券業協会「店頭登録特則銘柄について」1995 年 6 月
- ・日本証券業協会「株式店頭市場の流通面における改善策等について」1996 年 6 月

- ・日本証券業協会「未登録・未上場株式等の投資勧誘及び企業内容開示等についての要綱」1997年4月
- ・日本証券業協会「株式店頭市場改革の方向性について」1998年7月
- ・日本証券業協会「グリーンシート市場の活性化を目指して（中間報告）」2000年1月
- ・日本証券業協会「株式店頭市場の運営組織見直しに関する中間報告」（PART I 報告書）2000年6月
- ・日本証券業協会「JASDAQ 市場の在り方に関する研究会 PART II 報告書」2003年11月
- ・日本証券業協会「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会報告書」2012年6月
- ・日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度等に代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について」2014年6月
- ・日本証券業協会「『株主コミュニティ制度に関する懇談会』報告書」2019年1月
- ・日本証券業協会「『非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会』報告書」2021年6月
- ・堀越健男「店頭登録特則銘柄制度の創設について」『証券業報』1995年7月

9. 金融経済教育

公益財団法人日本証券経済研究所

名誉研究員 佐賀 卓雄

要旨

21 世紀に入って、とりわけリーマン・ショックを発端とする世界的な金融危機の深刻化、そして高齢化の進展にともなう退職後の生活資金の確保の必要性を背景に、G20 および OECD での議論を踏まえて、金融経済教育についての国家戦略を策定する国が増加している。金融リテラシーの向上による経済システムの強化と効率化、国民の生活水準の維持、向上を図ることが目的である。

日本においても、政府、金融広報中央委員会、日本証券業協会などの金融関連業界団体などを中心として、学校教育の段階から社会人向けまで、生涯にわたる金融経済教育への取り組みが強化されている。

今後の課題としては、従来のアンケートによる現状把握に留まらず、金融リテラシーの向上を現実の金融行動の変化に結び付けるための枠組みを明確に示し、その効果を定期的に評価することであろう。この点、行動経済学の「ナッジ」や「経験則」といったツールを積極的に活用しているイギリスの取り組みは大いに参考になる。

目次

1. はじめに
2. 金融経済教育の重要性
 - 2.1. 経済活動と金融経済教育
 - 2.2. 経済システムと金融リテラシー
3. 先進各国における金融経済教育
 - 3.1. OECD
 - 3.2. アメリカ
 - 3.3. イギリス
4. 日本における金融経済教育
5. 日本証券業協会による金融経済教育への取り組み
 - 5.1. 学校向け金融経済教育への取り組み
 - 5.2. 社会人向け金融経済教育への取り組み
6. 金融リテラシーと金融行動の変化
7. 今後の課題

1. はじめに

世界各国で金融経済教育への取り組みが強化されている。かつては、政府、民間がそれぞれ独自に様々なプログラムを提供していたが、21 世紀に入って、OECD の要請に応える形で、

国家戦略が策定され、官民一体となった取組みが強化されている。

日本でも、同じ時期に政府の経済政策の中で金融経済教育は重要な課題と位置付けられ、学校向け、社会人向けのいずれの分野でも取組みが強化されている。

このような国際的な機運が高まってきたのは、世界的にみれば、先進各国を中心に高齢化が急速に進展し、年金制度の再構築や老後のライフプランの取組みを早い時期に始める必要があるという認識が強まっていることがある。また、2008年のリーマン・ショックを発端とする国際的な金融危機が、基本的な金融リテラシーの欠如を浮き彫りにしたという事情もある。アメリカの場合でいえば、サブプライム・ローンが急増する過程で、その犠牲になった国民も多かった。その後のいくつかの調査で、国民の基本的な金融リテラシーの不足がその一因となっているのではないかという指摘がなされたのである。

これらの事態の展開の中で、改めて経済における投資の役割を再確認する作業も行われてきた。いうまでもなく、投資は経済の成長を支える上で決定的に重要である。特に、イノベーションに繋がるようなスタートアップ企業の育成や、研究開発投資（R&D）、さらには近年、重要性を高めている無形資産への投資などにはリスク資本の供給が欠かせない。それを支えるのが、家計部門の黒字であるが、それを順調に循環させ経済の成長に繋げることが喫緊の国家的な課題となっている。このためには、証券市場の機能の強化が必要不可欠である。

日本でも、このような国際的な流れに沿う形で、政府、金融関連業界団体、及び業者による金融経済教育への取組みが続けられ、強化されてきた。しかし、それぞれが独自の取組みを続け、官民の連携など、横断的な調整を欠いていたきらいがある。ようやく、国家戦略ともいえる2013年の「金融経済教育研究会報告書」、及び「金融リテラシー・マップ」の策定を契機に、官民一体となった金融経済教育への取組みの機運が高まってきた。そして、「資産所得倍増プラン」の中で、2024年に「金融経済教育推進機構」が創設されることが決まった。国際的にみれば、出遅れ感がない訳ではないが、ようやく本格的で体系的な金融経済教育に向けた体制が整備されることになる。

この中でも、金融商品取引法によって金融・資本市場の健全な発展と、公正で透明性の高い、信頼できる金融・資本市場の構築を任務として課せられている日本証券業協会の役割は重要である。これまでも、学校向け、社会人向けに様々なプログラムや支援ツールを提供してきたが、官民一体となった取組みの中で、中心的な役割を果たすことが期待される。

2. 金融経済教育の重要性

2.1. 経済活動と金融経済教育

近年、国際的に金融経済教育に対する関心が高まっている。その背景として、いくつかの要因を指摘できる¹。

¹ これについては各種調査が言及しているが、例えば金融庁（2013）及び日本証券業協会（2021）を参照されたい。

第一に、経済的に安定した生活を過ごす上で、一定レベルの金融リテラシー²は必要不可欠である。個人の一生において、貯蓄、保険、住宅ローン、年金など、様々な金融商品やサービスを利用することは避けられない。通常はそれぞれの場面で、その分野における専門家の助言や相談を受けることが多いが、最終的にはそれらを自ら適切に判断し決定するための一定の判断力や知識が必要である。

身近な例として、多重債務問題、またいわゆるネズミ講や、仕組債などの様々な投資商品、さらには近年では暗号資産などの複雑な仕組みを持つ投資商品に関わる詐欺事件をあげることができる。借入を利用したり、人に勧められて投資商品やサービスを購入する場合、金融に関する十分な知識がないために深刻な事態に追い込まれることも少なくない。また、アメリカのサブプライム・ローン（信用度の劣る借手に対するローン）問題では、「NINJA ローン」（no income, no job, no assets loan）や「嘘つきローン」（liar's loan）が問題になった。これらは住宅ローン・ブローカーによる、審査抜きの、あるいは自己申告による住宅ローンであるが、十分な情報が与えられずに、また返済についてはあり得ないような超楽観的な見通しを提示して勧誘するものであった。その結果、2008年以降の金融危機の過程で、返済ができずに住宅を差し押さえられ多額のローンを残す者が相次いだ。

ある程度の金融リテラシーを持っていれば、こうした事態に陥ることを避けることができる。金融リテラシーは、いわば生活の自己防衛のためにも必要不可欠な素養である。

第二に、高齢化の進展にともなう老後の生活資金の準備の問題である。戦後しばらくの間、日本では、学校を卒業して就職すると、定年（当時は55歳）まで勤めまとまった金額を退職一時金として手にすることができた。現役時代の貯蓄と退職金、それに加えて年金で残りの人生を過ごすのが一般的であった。当時の平均寿命は60－70歳であったから、老後の生活資金としては充分といえないまでも、贅沢をしなればそれなりの生活を送ることができた。

しかし、平均寿命が80歳台まで延びる一方で、定年は60歳（65歳まで雇用延長のケースも増加しているが）であるから、定年後の約20年間の生活資金を準備する必要がある。老後の経済的に安定した生活を確実にするためには、若い時からこの「長生きリスク」に対する備えをする必要がある。

このために様々な投資商品や運用プランを考える必要があるが、学校教育の段階からそうした意識を涵養し、スキルを磨くことが重要になっているのである。

第三に、個人の金融リテラシーが向上することによって、不良な業者が淘汰され、金融システムの機能が健全に発揮され、結果的に国民経済における資源配分の効率性が高まり、経

²「金融リテラシー」は、「金融に関する健全な意思決定を行い、究極的には金融面での個人の良い暮らし（well-being）を達成するために必要な金融に関する意識、知識、技術、態度および行動の総体」（OECD/INFE（2012））を意味する。類似の言葉として、「金融ケーパビリティ」（Financial Capability）、「金融ウェルビーイング」（Financial Well-being）があり、若干のニュアンスの違いはあるものの、本稿では区別せずにこれらの用語を使っている。

なお、本稿では金融経済教育の中でも、株式、投資信託、NISA、iDeCoなどの投資商品に関する知識の取得、啓蒙、普及に関連する活動を投資教育とする。

済成長への寄与が期待される。製品市場においては、消費者の意識の高さに基づく監視機能が、製品の品質向上に寄与してきた。それと同じように、国民の金融リテラシーの向上は金融商品・サービスの向上につながるであろう。

2.2. 経済システムと金融リテラシー

日本における金融資産の預貯金への偏在に関連して金融リテラシー向上の必要性を主張する意見がある。しかし、この場合、事実の認定とその評価が重要であろう。

まず、この場合に必ず言及されるのが、家計の金融資産構成の国際比較である。日本は2022年6月に金融資産額は2,007兆円で、その54.9%は現金・預金が占めている。有価証券（上場株式、債券、投資信託の合計）の割合は11.7%である。これに対して、アメリカは2021年末で金融資産額は13,358.4兆円（118.2兆ドル、1ドル＝113円で換算）で、現金・預金は12.8%、有価証券は43.2%という構成になっている。また、イギリスは金融資産額が1,173.1兆円で、現金・預金は27.2%、有価証券は8.7%となっている（金融庁資料より）。

このことから、いくつかの推論が可能である。まず、金融資産額が増加するにつれ、リスク資産（有価証券）の割合が増える傾向があるといえそうである。これはリスク許容度を考えれば、理論的にも、また経験的にも納得のいく行動といえる。しかし他方で、日本の無リスク資産である現金・預金の割合は、金融資産額がその約半分のイギリスと較べてもかなり高いから、リスク資産の割合は資産額に単純に比例したものともいえない。確かに、日本はイギリスよりもリスク資産の割合が高くなっているが、1990年代後半の金融ビッグバンの時期には、この割合は同国よりも低かった。逆に、バブル期のピークである1988年には、この割合は25%を超えていた（日本銀行『資金循環勘定』）。アメリカとの比較でも、日本のリスク資産の割合が低いかどうかの判定は微妙である。

もともと金融資産額とリスク資産の割合について妥当といえる水準がない以上、各国との比較で論じるしかないため決め手となる論拠にかけるのである。アメリカの場合、1960年代後半の証券投資ブーム（ゴーゴー・イヤーズ）の時期から70年代後半までは、現金・預金の割合が有価証券のそれを超えていた。両者の割合が逆転するのは、1970年代後半の「インフレ・高金利」の時代に開発された、短期投資信託商品（マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド、MMF）を中核として様々な機能を付加したキャッシュ・マネジメント・アカウント（CMA）が、当時、預金金利上限規制（レギュレーションQ）によって上限を画されていた預金金利を上回る利回りを実現し、銀行預金の解約、MMFへの流入を引き起こしたことを契機としている。その後、レギュレーションQが廃止され銀行預金金利が自由化されても、家計の金融資産が再び銀行預金に戻ることはなかったのである。

また、日本の場合、郵政民営化以前には、定額貯金がノーリスク・ミドルリターンの金融商品として国民の金融資産保有の中で根強い人気があったため、その惰性で金融資産選択行動にバイアスをかけているという可能性も考えられる。このように、家計の金融資産とリスク資産の関係を考える時には、歴史分析における経路依存性（path dependence）³の視点も

³ 過去の出来事とその後の事態の推移を左右することを指す。

必要になってこよう⁴。

いずれにしろ、各国の金融資産構成の差異を根拠に金融リテラシーの向上の必要性を主張するには無理がある。しかし、リスク資産の比重の高低は単に金融リテラシーの水準の問題に留まらないことに留意すべきであろう。つまり、一国の経済成長や資金配分との関連から見る必要があるということである。

伝統的に、資金配分のルートとして間接金融と直接金融という分類が採用されてきた。それに従い、リスク負担のあり方を考えよう。

まず、家計部門の黒字が銀行預金として預けられる場合、銀行はその預金の元本を保証しながら、その資金を融資や投資に充当する。つまり、銀行は元本を保証した資金でリスク資産を保有し、クレジット・リスクを負いながら、預金金利と貸付金利あるいは投資利益の差額を自己の利益としているのである。

これに対して、証券会社は引受、トレーディング（自己売買）、ブローカレッジ（注文の仲介）などの業務を行うが、基本は投資家が自己の責任においてリスク資産を保有する。証券会社の利益は仲介による手数料である。仮に証券の発行体が支払不能になれば、その損失を被るのは投資家である。投資を勧誘した証券会社はそれによって評判を損なうことはある（これをレピュテーション・リスクという）が、直接的に金銭的な損失を負う訳ではない。

従って、間接金融と直接金融ではリスクを負担する主体が異なり、それが金融システムの発展にも少なからぬ影響を及ぼす。銀行は短期の資金（預金）により融資を行いクレジット・リスクを負うから、研究開発や設備投資などの長期資金のニーズに応えることは難しい。これに対して、証券会社が仲介する資金は、投資家がリスクを負い、投資する証券に対して十分な流動性が提供されていれば、価格変動リスクはあるが必要な時に回収できるため、証券市場での投資家間の売買によって発行体の長期資金のニーズに応えることができる。証券流通市場の機能は、投資家間での貸し継ぎによる投資資金の長期化である。

このような違いから、長期の成長資金の供給には証券市場による直接金融方式の方が適格的である。このため、現金・預金の比重の高さは、一国の経済成長に必要なリスク資産の供給を制約することになり、証券市場の育成は重要な課題である。

特に、日本では、小泉政権以来、デフレ脱却を目指して、成長戦略の一つとしてスタートアップ企業の育成が掲げられてきたという経緯があり、リスク負担の優れた仕組みである証券市場の育成は重要な課題である。国民の金融リテラシーの向上はこの課題に寄与するであろう。アメリカにおける「法と金融」(Law and Finance)といわれる分野の研究では、国際的にみて投資者保護に手厚い国ほど、証券市場が発展していることが明らかにされている。従って、金融リテラシー向上の取組みとともに、投資家保護のためのインフラの整備が進められる必要がある。

⁴ 日本の家計の金融資産の選択行動がそれなりの合理性を持っていたことについては、日本証券業協会(2005)、第1章3節、を参照されたい。

3. 先進各国における金融経済教育

OECD（経済協力開発機構）は、2000年からPISA（Programme for International Student Assessment）と呼ばれる、15歳の生徒を対象に3年ごとに学習到達度調査を実施している。その一環として、2012年から金融リテラシー調査が行われている。また、2005年から「金融教育に向けた国の効果的な戦略」（efficient national strategies for financial education）というガイドラインを公表している。

このように、21世紀に入ってから国際的に教育全般に関する関心が高まっており、高齢化の急速な進展を背景に、重点を置く分野や濃淡はあれ、各国とも金融経済教育に対する取組みを強化している。そして、2008年のリーマン・ショックによって引き起こされた世界的な金融危機を背景に、OECDは金融リテラシーの向上に向けた各国の取組みを促している。ここでは、OECDの国家戦略策定の要請と勧告、そしてアメリカとイギリスの取組みを取り上げる⁵。

3.1. OECD

OECDは、2008年に「金融教育に関する国際ネットワーク」（International Network on Financial Education, INFE）を組織した。この組織はリーマン・ショックを発端とする国際的な金融危機を教訓として、2012年6月に「金融教育のための国家戦略に関するハイレベル原則」⁶を作成し、G20ロスカボス・サミットの首脳宣言で承認された。

この原則は、その目的として、金融教育への関心が高まり、多くの資源が投入されるにつれ、これらのプログラムの効率性と妥当性を確保することの重要性と、その長期的な影響も大きくなってきたため、国のレベルで良く調整された戦略を構築することが重要になってきたと述べている。つまり、金融教育を効率的に推進するためには、国家戦略の策定が必要であると指摘している。

それでは、金融教育の国家戦略の内容とはどのようなものか。「同ハイレベル原則」は「その国に合わせて設計された枠組みまたはプログラムによって構成される、国家レベルで調整された金融教育へのアプローチ」であり、

・金融教育の重要性を一立法を通じる場合も含めて一認識し、当該国における金融教育の

⁵ フランスについては、日本証券業協会の海外調査として紹介されている。2004年12月に、経済財政産業省、教育省、中央銀行、金融市場監督局の省庁に加え、ユーロネクスト、銀行協会、保険会社協会などの金融関連業界団体、個人投資家委員会、投資クラブ連合会などの利益代表団体など、19団体が参加し、家計部門の知識向上のために、初めて横断的な「投資家の教育に関する研究会グループ」が組織されている（日本証券業協会（2005a）および（2005b）を参照されたい）。オーストラリア、韓国、シンガポールなど、それ以外の主要国の動向については、金融経済教育を推進する研究会（2023a）を参照されたい。

⁶ OECD/INFE（2012）。INFEが焦点をあてる三つの分野は、基準の設定・実行・評価、金融教育とデジタル化、金融リテラシーと持続可能な金融、である。また、高齢者と高齢の消費者のニーズのインパクト、働く場での金融教育、金融リテラシーのコア・コンピタンス（競争力）、MSM（中小・中堅）企業向けの金融教育、金融包摂に向けた金融教育、金融教育のための国家戦略、若年層や学校生徒、そして女性への金融教育、長期貯蓄と投資のための金融教育、金融リテラシーの計測について、それぞれに焦点を絞った既存のワーキング・グループの成果を引き続き発展、流布することである、としている（OECD/INFE（2023）、*OECD INFE: An Overview*, 2023 Versionより）。

意味や範囲を国民のニーズや課題と関連させて定義し、

- ・国内のリーダー又は調整に当たる団体ないし委員会を特定するとともに様々な利害関係者の協力に言及し、
- ・特定の、あらかじめ定めた目的を期間内に達成するためのロードマップ（工程表）を策定し、
- ・国家戦略の効率的かつ切実な実現のための個々のプログラムに適用される手引きを提供するもの、と定義している⁷。

さらに、2020年10月には金融リテラシーに関する国家戦略の策定を推奨⁸し、加盟各国がそれに沿った金融リテラシーのプログラムを整備している。その内容については、図表1を参照されたい。

図表1 OECDの金融リテラシーについての推奨

定義
金融についての健全な意思決定を行い、個々の金融的健全性（ウェルビーイング）を達成するために必要な、金融についての自覚、知識、スキル、態度と行動の結合
I. 金融リテラシーについての国家戦略
1. 金融リテラシーの重要性の認識
2. 金融包摂や消費者金融保護に焦点を当てた他の経済的、社会的な戦略との整合性
3. 国のリーダーや協力団体・合議体に加えて、他の利害関係者との協力
4. 定められた期間内の目標達成を支えるためのロードマップの作成
5. 戦略全体に効果的かつ適切に寄与するための国家戦略の下で遂行される個々のプログラムのガイダンス
6. 戦略の進捗状況を評価し適時に改善を提案するためのモニタリングと評価の組み込み
II. 金融リテラシーと多様な分野
1. 貯蓄、投資、退職、年金についての意思決定を支える金融リテラシー・プログラムの開発
2. クレジットや過剰債務の回避についての健全な意思決定を支える金融リテラシー・プログラムの開発努力
3. 保険についての意思決定を支える金融リテラシー・プログラムの開発努力
III. 金融リテラシー・プログラムの効果的な提供
1. 金融リテラシー・プログラムの効果的な提供を保証するのに必要な方策の採用

出所: OECD (2020) の内容の概略

3.2. アメリカ

アメリカは、2000年、2006年のPISAの調査で、「科学的リテラシー」が参加28ヶ国（06年は30ヶ国）中、14位から21位に、「数学的リテラシー」が18位から24位に転落し、その後も横ばい状態が続いたため、国家的な危機感を抱くことになった。その結果、理科系教育の充実を目指すSTEM（科学（Science）、技術（Technology）、工学（Engineering）、数学（Mathematics）の頭文字。後にアート（Arts）が付け加わり、STEAM）教育が推し進

⁷ OECD/INFE (2012)

⁸ OECD (2020)。2020年5月現在、70ヶ国以上の国と経済が金融リテラシーについての国家戦略を策定・推進しているという。

められる。それと共に、2002年1月には、「落ちこぼれ防止法（No Child Left behind Act）」が定められ、連邦法として初めて国語や数学と同様に金融経済教育の重要性を認めた。同年5月に、財務省は金融教育局（Office of Financial Education）を設け、すべてのアメリカ人が自助努力によって資産形成が可能になるように金融教育の普及・推進に取り組む体制を整備した。金融教育局は同年10月にホワイトペーパー（*Integrating Financial Education into School Curricula*）を公表し、国民が自立した大人に成長するためには学校教育のあらゆる段階で金融教育が行われることが必要であることを提言した。

さらに、翌2003年には「公正かつ正確な信用取引に関する法律（The Fair and Accurate Credit Transaction Act, FACTA）」が成立し、そのタイトルVを根拠法として、金融教育局が中心となり、金融経済教育の促進を目的に、財務長官を委員長とする「金融リテラシー・教育委員会（The Financial Literacy and Education Commission, FLEC）」が設置された⁹。

FLECは金融関連の主要な23連邦機関（創設時は20機関）がメンバーとして参加し、四半期に一度の会合が義務付けられている。FLECの発足によって、連邦レベルでの金融経済教育の調整が行われるばかりではなく、各組織が分担し、独自の機能を発揮することが可能になっている¹⁰。

アメリカでは、伝統的に、民間の草の根的な金融経済教育、投資教育が盛んである。例えば、証券会社（ブローカー・ディーラー）の場合、顧客の口座開設に当たって1—2時間の特性把握（プロファイリング）を行う慣行が定着しており、それが発展して、現在では様々なアドバイスの提供が行われている。もちろん、これには業者が自分の手元に入る手数料の高い投資商品・サービスを勧めるという利益相反の可能性が潜在しているが、それを防止するためにルール化が行われている。2019年6月の「最善の利益規則」（Regulation Best Interest）である。しかし、日本証券業協会の2005年の海外調査¹¹の時点では、政府が金融経済教育に本格的に乗り出しており、2003年の金融リテラシー・教育委員会（FLEC）の創設はそれを象徴している。

続いて、2008年のリーマン・ショックによる金融危機を受けて成立した2010年のドッド＝フランク法は、新たに消費者金融保護局（The Consumer Financial Protection Bureau, CFPB）を創設した。CFPBは、消費者を不公平な取引から保護し、消費者が金融に関する意思決定を行いやすい環境を作るために、各種規則の制定、金融全般に関する情報やツールの提供、金融商品やサービスに対する苦情の受付、法令等に違反した企業などへの対処を役割としているが、優先して取り組む業務の一つとして「金融教育の推進」を掲げている¹²。

CFPBは、金融リテラシー向上に向けた取組みの最終的な目標として、国民の金融ウェルビーイングの向上を掲げ、その定義を定め、可視化（スコア化）を行って、国民の金融ウェ

⁹ 日本証券業協会（2005a）、（2005b）を参照されたい。

¹⁰ そうはいつても、重複がなく効果的な役割分担がなされている訳ではない。既にGAO（2012）はより効率性を高めることが必要であることを指摘しているし、最近ではDOT（2019）も同様の指摘を行っている。

¹¹ 日本証券業協会（2005a）（2005b）

¹² 加藤、橋口（2021）

ルビーイングの状態についての調査を行っている¹³。

FLEC は 2020 年 9 月 14 日、「金融リテラシーに関する国家戦略 2020」¹⁴ を公表している。

この中で、二つの方法で国民の金融リテラシーを向上させるとしている。一つは、国民の金融リテラシーと教育を改善するための方法の確立である。もう一つは、金融教育を推進する上での連邦政府の役割、優先順位、そして構造を明確にすることである。

そのために、金融教育の課題や対応策の提示、政府が優先して取り組む分野や各省庁における資源の配分の方法を提示する。そして、金融教育分野におけるエビデンスに基づくベスト・プラクティスを提唱している。最後に、その効果が測定され、ベスト・プラクティスが実行されれば、何百万人の国民の金融的な状態と意思決定に良好な影響を及ぼすことができるとしている。

ここで「金融的な状態」というのは、FDIC（連邦預金保険公社）の調査によると、2017 年に全世帯の 6.5%（840 万世帯）が銀行口座を持っていない（これを「アンバンクド」（unbanked）という）、そして 18.7%（2420 万世帯）が過去の取引履歴等から銀行口座のサービスに制限を課せられている（これを「アンダーバンクド」（underbanked）という）ことを指している。金融経済教育の重要な課題の一つは、全世帯の 4 分の 1 に相当するこれらの人々が銀行サービスを受けられるようにすることである（これを「金融包摂」（financial inclusion）と呼んでいる）。

3.3. イギリス

金融サービス機構（Financial Service Authority, FSA）は、2006 年 3 月に「国民の金融能力（Financial Capability）：基本的な方向性の確立」¹⁵ と題する調査結果を公表した。それによると、退職後や予期せぬ支出に備えて事前に適切な計画を立てていない国民が多い、投資商品の選択の際に適切な手段を採っていない、40 歳以下の国民の金融能力は年配者よりも低い、ことなどが示された。これを受けて、財務省（HM Treasury）は国民の金融能力に関する政府による長期的アプローチに関する報告書を公表した。

また、財務省が 2008 年 3 月に公表した調査では、「マネー・ガイダンス」として、オンライン・電話・対面などの複数のチャンネルで金融に関する情報やガイダンスを提供すべきことを提言した。

その後、財務省と労働・年金省（Department for Work and Pensions, DWP）は、協議の上、国民の利便性を高めるため、新たに単一の金融ガイダンス機関を設立し、それまでの MAS（Money Advice Service）、TPAS（the Pensions Advisory Service）、Pension Wise のサービスを統合するよう提言した。これを受けて、2018 年金融ガイダンス法（Financial Guidance and Claims Act 2018）は 3 組織を統合して単一金融ガイダンス機構（the Single Financial Guidance Body, SFGB）を設立し、サービス移管が完了するとともに、2019 年 4

¹³ CFPB（2017）

¹⁴ FLEC（2020）

¹⁵ FSA（2006）

月1日に MaPS (the Money and Pensions Service) に改称された¹⁶。

MaPS は、すべての国民が金融に関する正しい判断のために必要な情報に簡単にアクセスすることを保証し、お金と年金を最大限活用することを使命とするイギリスの金融教育の中心的組織である。

MaPS は、2020 年1月に「フィナンシャル・ウェルビーイングのための国家戦略 2020 - 2030」¹⁷を公表した。MaPS によると、フィナンシャル・ウェルビーイングとは「お金について安心し、管理できている状態であり、必要な支払いを行い、不測の事態に対してその備えと将来に向けた準備ができている状態である。要するに、自信があり、能力がある状態である」と説明している。フィナンシャル・ウェルビーイングの実現は、コミュニティ、雇用主、事業、経済に対する広範な利益をもたらすものであるとしている¹⁸。

これらの金融教育に関する国家目標を効果的に遂行するためには、複数の機関が取り組みを行う必要があるため、協働が欠かせず、MaPS がそれらを調整する役割を果たすものと位置付けられている。同戦略は、現状を変えるための重要テーマとして、金融の基礎、貯蓄する国民、融資の活用と管理、債務アドバイスの強化、未来志向、という5つのテーマを掲げており、それぞれについて具体的な数値目標、成果などを定めている¹⁹。

イギリスでは、創設の経緯から分かるように、MaPS が債務や年金などを包摂した金融教育全般を実行する上で、中心的な機能を果たしており、国家戦略のモデルとなりうるものである²⁰。

イギリスの国家戦略で最も特徴的なことは、行動経済学の分析枠組みが取り入れられ、政策の行動変容との関連について並行して検証が行われていることである。行動経済学の最も中心的な主張は、人間行動に関する仮定にある。つまり、伝統的な経済学的前提である人間行動の「完全合理性」の仮定を非現実的として排し、ハーバート・サイモンの「限定合理性」や様々な認知上の「バイアス」を前提に事象の分析を行うことである。その初期の分析で良く知られているのは、ダニエル・カーネマンの、人間が利益に対してよりも損失回避を強く志向するということを心理学的な実験を行い明らかにした「プロスペクト理論」である。その枠組みの広い応用性から、2014年に発表されたイギリス経済社会研究委員会の研究によれば、136ヶ国が公共政策の何らかの側面に行動科学を取り入れており、さらに51ヶ国でその導入が進められているという²¹。

「ナッジ」はリチャード・セイラーが提唱した概念および政策ツールである²²。ナッジは「選

¹⁶ イギリスの金融教育に関する制度の整備については、加藤、橋口（2021）を参照されたい。

¹⁷ MaPS (2020)

¹⁸ MaPS (2020), p. 9

¹⁹ MaPS (2020), pp. 1, 10, 11

²⁰ 加藤、橋口（2021）。日本証券業協会（2022）は、NISA 法（仮称）の制定と、社会人向けの積立投資教育に特化した「日本版 MaPS」の設置を提案している。

²¹ Thaler (2015)；遠藤真美訳（2016）、473—474 頁。なお、ここで「行動科学」と呼んでいるのは、そのツールや洞察が主に心理学などの社会科学から取り入れられており、経済学はほとんど関わっていないためであると説明している。

²² なお、ここで名前をあげた行動経済学の研究者は、全員ノーベル経済学賞を受賞している。

択をする人が、自分にとってより良い結果になるであろう決定を、選択者自身の判断に基づいてするように、選択に影響を与える」ことである。要するに、人間にとって望ましいと考えられる行動を後押しするような効果を持つ政策を行い、誘導することである。

この有名な事例として、セイラーはアムステルダムスキポール空港の男子トイレの小便器の排水口付近にハエの絵を描いた結果、用を足す時の飛び散りが約80%減少したことをあげている²³。日本でも同じ個所に二重円を描いたシールを貼っているのを見かけるが、元々は行動経済学の「ナッジ」の応用である。

イギリスの金融経済教育への行動経済学の応用であるが、2008年頃にイギリス政府中枢に熱心な行動経済学の支持者がおり、彼らがセイラーにアドバイスを求めたことが発端である²⁴。2017年3月に、金融アドバイスのあり方に関する調査報告書²⁵が公表され、「経験則とナッジ」(Rule of Thumb and Nudge)が打ち出された。経験則は従来の経験から必要な金銭的な備えを用意しておくこと、ナッジはより望ましい選択に誘導することである。報告書は従来の経験則の問題点やナッジの取組みをあげている。例えば、経験則の問題点として金銭的な備えは人によって異なるため、銀行の残高やクレジットカードの支払いを定期的にチェックする必要がある。また、経験則とナッジを活用した取組みの一つにセイラーの「セーブ・モア・マネー」²⁶プランがある。これは、昇給の一定割合を自動的に年金に拠出するのである。昇給に連動させることで、手取りが減少しないために心理的抵抗が低いとされている。

2010年に、行動科学の知見を活用して政府の機能を向上させるために、世界で初めて行動洞察チーム(Behavioral Insights Team, BIT)が組織された。2020年7月に、MaPSはBITに委託して「より強力なナッジ評価レポート」²⁷を公表した。

この調査は、より強力なナッジの結果として、より多くの人がペンション・ワイズのガイダンスを受けるようになるかどうかを測定することが目的である。この調査方法は、年金プロバイダー3社の協力を得て、2019年10月から2020年2月の19週間に、確定拠出型年金について電話をかけてきた顧客に対して、普段通りの対応(コントロール・グループ)、利用者に代わってオンラインでのガイダンスの予約を取る(対応策(コンセプト)1)、ペンション・ワイズの担当者に対して説明しつつ電話を転送する(対応策(コンセプト)2)、という3つの対応によって、ペンション・ワイズの予約がどのように変化するかをみたのである。結果は、コントロール・グループは3.1%だったのに対して、対応策1では13.5%、対応策2では14.1%であった。また、6週間以内に実際に相談した人は、それぞれ2.8%、11.0%、10.0%で、オンライン予約と電話転送がいずれも効果的であることが分かったという。

行動経済学のアプローチの特徴はフィールド実験によるランダム化比較試験によって因果

²³ Thaler (2015) ; 遠藤真美訳 (2016)、449 頁

²⁴ この経緯については、Thaler (2015) ; 遠藤真美訳 (2016)、第33章 行動科学とイギリス気鋭の政治家たち、に詳しい。

²⁵ Financial Advice Working Group (2017)

²⁶ Thaler (2015) ; 遠藤真美訳 (2016)、433-34 頁

²⁷ MaPS (2020)

関係を明らかにするところにある。セイラーはこれを、観察する、データを集める、主張する、と表現している。行動経済学の特徴は行動の変容に結び付くかどうかを常に意識し計測していることである²⁸。

このように、イギリスの金融経済教育についての国家戦略では、行動経済学の知見を活用した効果の測定が特徴となっている。

4. 日本における金融経済教育

2000年の金融審議会答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」は金融経済教育に重要な位置付けを与えた²⁹。翌2001年8月には、成長企業に対するリスク・キャピタルの供給により経済の構造改革が促進されることが不可欠として、学校教育における投資教育を推進するため、金融庁のウェブサイト学校教育支援事業サイトを新設し、各金融関連業界団体が行う学校教育支援事業に関する情報の提供を開始した。

2005年6月に発表された「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2005」（いわゆる「骨太の方針」）は、経済、財政、金融および社会の各分野における構造改革の基本的な考え方と方向性を示すものであったが、その中で金融を含む経済教育などの実践的教育を推進することが盛り込まれた。

これに基づき、経済教育などに関連する省庁の連絡会議が開催され、学校教育では学習指導要領に基づいて一層効果的な指導ができるよう、教材、指導法の工夫や教員の研修などを支援すること、そして経済や金融に関する教育の体系的なプログラムの開発および整備を行うことが示された。

この頃の政府（金融庁）の議論では、学校教育の段階での金融経済教育の推進、体系化が中心であったが、内閣府から委託を受けた日本経済教育センターが2006年3月に取りまとめた「経済教育に関する研究調査報告書」は、年功序列、終身雇用制が過去のものとなりつつあることや、少子高齢化にともなう年金制度改革や前年のペイオフ解禁にともなう金融および経済環境が変化していること、そして規制緩和によって様々な金融商品や金融サービスが登場しているため、個人がリスクとリターンを自主的に選択し、効率的な資産運用を図ることが重要になっていると指摘している。

このような動きに呼応して、証券業界は従来から活動していた「証券知識啓発5団体プロジェクト」を拡大、再編し、「証券知識普及プロジェクト」として、学校向けおよび社会人向けの、様々な金融経済教育に取組み、現在に至っている。

2012年には、確定拠出年金の拡大、普及、NISAの導入などの制度改革の進展にともない、自助努力による資産形成の支援、促進が打ち出された。同年11月に、金融庁は有識者、関

²⁸ Thaler (2015)；遠藤真美 (2016)、486 - 88 頁。なお、ランダム化比較試験は新薬開発の際の効果の測定に使われる標準的な方法である（中室、津川 (2017)、第2章、を参照）。

日本でも、比較的早い時期から、イギリスの行動経済学の知見の活用注目している（金融広報中央委員会 (2012)、(2013)）。

²⁹ 政府による金融教育に対する取組みの推移については、日本証券業協会 (2021)、第2章、および同 (2023)、日本の金融経済教育、による。

係省庁および金融関連業界団体をメンバーとする金融経済教育研究会を立ち上げ、今後の方向性について検討を行った。2013年4月に公表されたその報告書、そして翌年6月の「金融リテラシー・マップ」は、OECDの国家戦略の策定についての要請に応えるものであり、以後の金融経済教育の方向性を示すものである。前者は最低限身に付けるべき金融リテラシーとして、「家計管理」、「生活設計」、「金融知識及び金融経済事情の理解と適切な金融商品の利用選択」、「外部の知見の適切な活用」の4分野・15項目に整理している（図表2参照）。また、後者は、年齢層別に最低限身に付けるべき金融リテラシーを提示している。金融広報中央委員会では、「金融リテラシー・マップ」の内容が、小学生から高校生までについては自ら策定した「金融教育プログラム」（2007年）の内容と整合的であるため、その年齢層別目標を基本に推進していくことにしている。

図表2 最低限身に付けるべき金融リテラシー（4分野・15項目）

- | |
|--|
| 1. 家計管理 |
| 項目1 適切な収支管理（赤字解消・黒字確保）の習慣化 |
| 2. 生活設計 |
| 項目2 ライフプランの明確化及びライフプランを踏まえた資金確保の必要性の理解 |
| 3. 金融知識及び金融経済事情の理解と適切な金融商品の利用選択 |
| 【金融取引の基本としての素養】 |
| 項目3 契約にかかる基本的な姿勢の習慣化 |
| 項目4 情報の入手先や契約の相手方である業者が信頼できる者であるかどうかの確認の習慣 |
| 項目5 インターネット取引は利便性が高い一方、対面取引の場合とは異なる注意点があることの理解 |
| 【金融分野共通】 |
| 項目6 金融経済教育において基礎となる重要な事項（金利（単利、複利）、インフレ、デフレ、為替、リスク・リターン等）や金融経済情勢に応じた金融商品の利用選択についての理解 |
| 項目7 取引の実質的なコスト（価格）について把握することの重要性の理解 |
| 【保険商品】 |
| 項目8 自分にとって保険でカバーすべき事象（死亡・疾病・火災等）が何かの理解 |
| 項目9 カバーすべき事象発生時の経済的保障の必要額の理解 |
| 【ローン・クレジット】 |
| 項目10 住宅ローンを組む際の留意点の理解 |
| ①無理のない借入限度額の設定、返済計画を立てることの重要性 |
| ②返済を困難とする諸事情の発生への備えの重要性 |
| 項目11 無計画・無謀なカードローン等やクレジットカードの利用を行わないことの習慣化 |
| 【資産形成商品】 |
| 項目12 人によってリスク許容度は異なるが、仮により高いリターンを得ようとする場合には、より高いリスクを伴うことの理解 |
| 項目13 資産形成における分散（運用資産の分散、投資時期の分散）の効果の理解 |
| 項目14 資産形成における長期運用の効果の理解 |
| 4. 外部の知見の適切な活用 |
| 項目15 金融商品を利用するにあたり、外部の知見を適切に活用する必要性の理解 |

出所：金融経済教育研究会（2013）

OECDが2015年に公表した金融経済教育に関する国家戦略ハンドブックでは、この「金融経済教育研究会報告書」と金融広報中央委員会（日本銀行）が2007年に公表した「金融

教育プログラム」が国家戦略として位置付けられている³⁰。

2022年11月に岸田政権が発足すると、「新しい資本主義」の構想が公表され、その中で「資産所得倍増プラン」が打ち出された。その柱の一つ（第5の柱）として、「安定的な資産形成の重要性を浸透させていくための金融経済教育の充実」が盛り込まれ、官民一体となった金融経済教育を戦略的に推進するための組織として、2024年中に「金融経済教育推進機構」が設立されることになった。同機構は日本銀行が事務局を担う金融広報中央委員会の機能を移管、継承し、金融庁が事務局機能を担い、関係省庁の連携を促し、その調整を行うこととされている。また、運営体制の整備や設立・運営経費の確保に当たっては、全国銀行協会、日本証券業協会などの金融関連業界団体からの協力を得ることとされている。

同機構は、企業による社員への継続教育の充実、地方自治体による金融経済教育の実施と併せて、広く国民に訴求する広報戦略を展開することを任務としている。また、学校・企業への出張授業やシンポジウムの開催など、官民一体となった効率的・効果的な金融経済教育を全国的に実施するとしている。その際、「金融リテラシー・マップ」の活用や行動経済学の知見も参考にすることが表明されている³¹。

2022年12月に、金融審議会市場制度ワーキング・グループ顧客本位タスクフォース中間報告は、「我が国の家計の安定的な資産形成を実現するため、顧客本位の業務運営、金融経済教育等について、幅広く検討を行うこと」という金融審議会総会での諮問を受けて、まとめられたものである。2017年に金融庁は「顧客本位の業務運営に関する原則」を定めているが、この中間報告はその後の推移から浮かび上がってきた課題を整理し、改善の方向性を示すものである。この中で、手数料の開示による利益相反発生の予防、顧客の立場に立った中立的なアドバイザーの必要性と並んで、金融リテラシーの向上があげられている。特に、政府、金融広報中央委員会、金融関連業界団体などによる金融経済教育への取組みが充分調整されておらず、非効率的な面があるため、調整と業界横断的な取組み、そして推進主体の常設化が必要との意見があったことを紹介している。先の「金融経済教育推進機構」はこのような指摘に応えたものであろう。

日本銀行に事務局を置く金融広報中央委員会（愛称、「知るぽると」）は、政府、日本銀行、地方公共団体、都道府県金融広報委員会、金融関連業界団体などと協力して、中立、公正な立場から金融に関する幅広い広報活動を行っている。この委員会は1952年に貯蓄増強中央委員会として発足し、2001年に現在の名称に変更されている。その役割は、金融経済情報の提供、金融経済学習の支援を通して、金融に関する情報普及活動によって健全で合理的な家計運営に寄与することである。

その活動は、児童・生徒、大学生、社会人まで幅広い範囲を対象として、以下のような内容となっている（同委員会パンフレットより）。

- ・ 出前授業
- ・ 教材の提供

³⁰ OECD（2015）、p.59の日本に関するケース・スタディを参照されたい。

³¹ 内閣府（2022）、「資産所得倍増プラン」11月

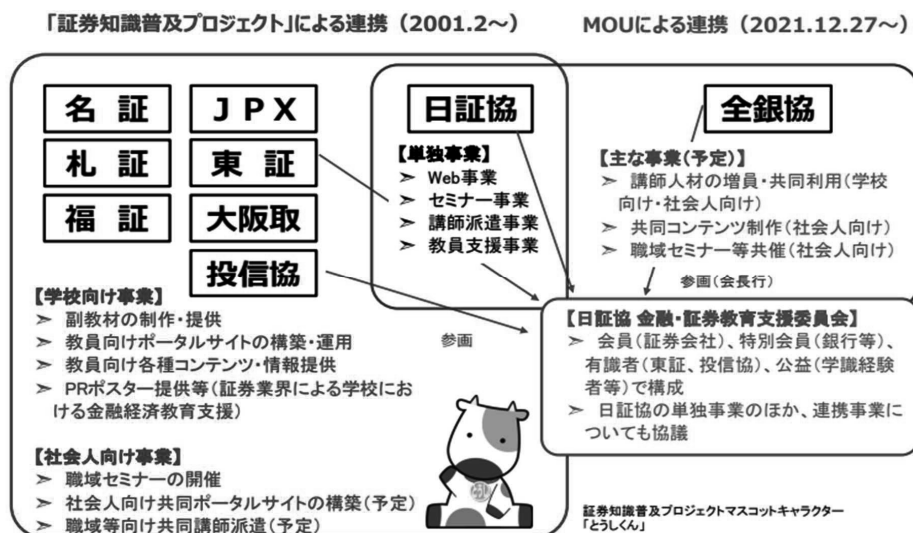
- ・大学などへの講師の派遣
- ・金融リテラシー向上の取組みの支援
- ・全国での講演会・セミナーの開催
- ・ユーチューブでの情報発信
- ・金融に関する冊子の提供

また、2013年には、「金融経済教育研究会報告書」で示された方針を推進するにあたり、検討課題として示された諸課題への取組みについて審議することを目的に、同委員会は「金融経済教育推進会議」を設置した。「資産所得倍増プラン」で2024年に設置が予定されている「金融経済教育推進機構」はこの業務を引き継ぐことになっている。

日本証券業協会の支援のもと、2013年に「金融経済教育を推進する研究会」が発足し、金融経済教育の一層の充実、発展を推進するため、いくつかの調査報告書を取りまとめている³²。また、中学校では2021年度から、高等学校では2022年度からの新学習指導要領の実施に向けて、金融・経済の授業づくりをサポートするため、中学校と高等学校それぞれに「学習指導案」を作成している。

投資信託協会、全国銀行協会、日本ファイナンシャル・プランナーズ（FP）協会など、金融関連業界団体も、講師の派遣、講演会・セミナーの開催など、それぞれ独自の金融経済教育に取り組んでいる。これらの団体の間では、連携の動きもみられる（図表3を参照）。

図表3 民間団体における投資教育の取組み



出所：日本証券業協会（2022）

さらに、金融大手各社も大学への寄付講座、顧客へのアドバイスなどを通じて金融経済教育への取組みを強化している。例えば、野村資本市場研究所は2013年に、イボットソン・アソシエイツ・ジャパン、NTTデータ経営研究所、QUICK、日本FP協会、フィデリティ

³² 日本証券業協会（2021）、金融経済教育を推進する研究会（2022）、（2023a）、（2023b）など。

退職・投資教育研究所と共催で、全国5都市で金融機関向けセミナー「個人投資家の裾野拡大、投資信託が果たす役割」を開催している。金融経済教育を目的に掲げたものではないが、現役大学生をパネリストとするセッションが設けられ、彼らの学校教育での金融経済教育への要望、資産形成についての知識、NISA、iDeCoなどの金融商品の認知度、老後の生活に対する不安などを直に聞く機会としての意義は大きい³³。ただし、営利会社の取組みは潜在的に利益相反の問題をはらむため、金融庁の定める「顧客本位の業務運営に関する原則」の遵守が大前提であろう³⁴。

5. 日本証券業協会による金融経済教育への取組み

日本証券業協会（以下、協会と略）は、金融商品取引法に基づき、内閣総理大臣の認可を受けた唯一の認可金融商品取引業協会である。その役割は、国の重要なインフラである金融・資本市場の健全な発展と、公正で透明性の高い、信頼できる金融・資本市場を構築することである。このために、市場取引のルールを定める自主規制の権限を認められている。

また、金融商品取引法第77条の4は、「認可協会は、金融に係る知識の普及、啓発活動及び広報活動を通じて、金融商品取引業の健全な発展及び投資者の保護の促進に努めなければならない」と規定している。つまり、学校向け及び社会人向け金融経済教育は協会の重要な任務である。

協会の金融経済教育の取組みは多岐にわたるが、学校向け、社会人向けの様々な支援、そして各種調査の実施からなる。

5.1. 学校向け金融経済教育への取組み

協会では、長年にわたり学校向けの金融・証券教育支援活動に取り組んできた（図表4）。

³³ このセミナーについては、井潟、野村、神山（2013）を参照されたい。

³⁴ 2005年に実施された日本証券業協会の個人投資家対象のグループ・インタビューにおいても、「証券会社の開催するセミナーは自社の商品を勧められるので、参加しない」という意見があった。

図表4 学校向け金融・証券教育支援活動の取組み

	学校向けの主な取組み
1966 年～	○証券研究学生連盟の活動を支援
1982 年～	○全国公民科・社会科教育研究会主催の教員向け「証券・経済セミナー」の開催協力
1994 年～	○東京証券取引所、投資信託協会、証券広報センターと協力して学校向け事業を推進 ビデオ教材の制作・提供（1994 年～）／株式学習ゲームの制作・提供（1995 年～）／中学・高等学校向け教科書モデル作成（1998 年、1999 年）
2001 年～	○「証券知識啓発 5 団体プロジェクト」を創設。証券界をあげて証券知識の普及・啓発活動を推進（2002 年に「証券知識普及プロジェクト」に名称変更） ビデオ教材の制作・提供（2001 年～）／学校向けウェブサイト運営（2001 年～）
2003 年～	○新たな学習指導要領への対応 教員向けインターンシップ（研修）の開催（2004 年～）／体験型教材の制作・提供（2005 年～）
2005 年～	○社団法人証券広報センターを統合し学校向け取組みを拡充 学校における経済・金融教育の実態調査（2004 年～2005 年）／教員向け情報誌の制作・提供（2006 年～）／教員向けセミナーの全国開催（2008 年～）
2011 年～	○より中立・公正な観点から金融・証券教育支援を推進するため、協会内に金融・証券教育支援本部を新設し、金融・証券教育支援委員会を設置
2012 年～	○新たな学習指導要領への対応 中学・高等学校向け体験型教材の制作・提供（2012 年、2013 年～）
2013 年～	○「金融経済教育を推進する研究会」を設立し、協会が事務局として活動を支援 海外における金融経済教育の実態調査（2014 年、2023 年）／中学・高等学校における金融経済教育の実態調査（2014 年、2022 年、2023 年）／「中学校・高等学校における金融経済教育のさらなる拡充に向けた要望書」を文部科学省に提出（2015 年）／教員免許状更新講習における研修コンテンツの制作・提供開始（2017 年～2022 年）
2014 年～	○文部科学省の「土曜日教育ボランティア応援団」への参加を申請し、出前授業等を開始
2016 年～	○NPO 法人「投資と学習を普及・推進する会」を統合し、講師派遣事業を拡充 教員向けメールマガジンの配信（2016 年～）／NHK 番組を用いた映像教材の制作・提供（2017 年～）
2021 年～	○新たな学習指導要領への対応 中学・高等学校向け学習指導案（金融・経済・資産形成関連）作成（2021 年、2022 年） ／ICT 対応の体験型教材（5 種）の制作・提供開始（2021 年～）／資産形成を体験する WEB 教材の制作・提供開始（2022 年～）

出所：筆者作成

2022 年度の活動については、図表 5 にまとめられている。まず、教材等の制作・提供として、中学生・高校生向けには「体験して学ぼう！金融・経済・起業金融クエスト」、「株式会社をつくろう！ミスター X からの挑戦状」、「潜入！みんなの経済ワールド」、「とうしくんとタイムトラベル！～資産形成を体験しよう！～」(以上は証券知識普及プロジェクト制作)、「株式学習ゲーム」(東京証券取引所との共同事業)、高校生・大学生向けには「株式会社制度と証券市場のしくみ」を無償で提供している。

図表5 日本証券業協会の金融・証券教育支援活動（2022年度）

	小学校	中学校	高校	大学
体験型副教材等の提供		体験して学ぼう！金融・経済・起業 金融クエスト※1 2022年度：703校 68,628名 2021年度：1,074校 104,611名 株式会社をつくろう！ ミスターXからの挑戦状※1 2022年度：300校 30,211名 2021年度：435校 40,664名 潜入！みんなの経済ワールド 2022年度：198校 22,172名 2021年度：201校 18,781名 株式学習ゲーム※2 2022年度：1,410校 80,785名 2021年度：1,341校 74,695名 株式会社制度と証券市場のしくみ 2022年度：6,185部 2021年度：12,513部 とうしゅんとタイムトラベル！～資産形成を体験しよう！～※1 2022年度：1,348PV（1人1回）738名 2021年度（3月）：55PV（1人1回）29名		
教員・情報学校宛向け		教員向けセミナー 2022年度：767名（会場・WEB） 2021年度：1,740名（WEB） ウェブサイト「金融経済ナビ」※1 2022年度：655,836PV（1人1回）250,532名 2021年度：451,554PV（1人1回）150,311名 教員向け情報誌「インホーニュース」※1 各回20千部（年3回全中・高・教育委に送付） 教員向けメールマガジン登録者 2022年度末時点：6,835名 2021年度末時点：6,546名		
学校向け講師派遣等		出前講座（土曜学習等） 2022年度：160校（407クラス、10,491名） 2021年度：93校（239クラス、6,670名） 児童向けセミナー（小規模学校への取組み） 2022年度：8校（11グループ、50名）	出前講座 2022年度：89大学（166回、11,751名） 2021年度：73大学（123回、10,482名）	
支援・連携		「金融経済教育を推進する研究会」への支援 「全日本証券研究学生連盟」への支援 2022年度：23大学 33団体 342名 春季セミナー：79名が参加 2021年度：26大学 40団体 449名		

※1 証券知識普及プロジェクト事業 ※2 東証との共同事業

出所：日本証券業協会

未だ経済的に自立した社会生活を経験していない中学生・高校生にとって、経済や金融の話はどちらかというとなとつきにくい分野であろう。この場合には、学習上、興味を抱かせる上で、視聴覚に訴えるコンテンツは有効である。なお、2022年度には、学校現場のICT化に対応して「株式学習ゲーム」のウェブサイトを全面的にリニューアルしている。また、視覚に障がいのある生徒が利用できるように、「株式会社制度と証券市場のしくみ」の点訳データの制作・提供を行っている³⁵。

次に、教員向け情報提供・セミナーの開催である。「証券・経済セミナー」、「金融経済セミナー」、「金融・証券体験プログラム」などの名称で、全国各地でウェブライブも併用して実施している。

社会科・公民科、家庭科の教員は教育大学や教育学部の出身が多く、専門的な経済や金融の教育を受けていない場合もある。このため、目まぐるしく変化している経済、金融および証券市場の変化を追及し正確に理解することは時間的にも大変難しい。実際、中学校・高等学校教員向けのアンケートでも、約半数の教員が「教える側の専門知識が不足している」と回答している³⁶。対面、ウェブ、ハイブリッドを問わず、経済・金融・投資などについての知識習得の機会を提供することは有意義であろう。

さらに、協会に登録した「金融・証券インストラクター」等による小学校・中学校・高等学校及び大学への講師派遣も行われている。講師派遣による出前授業は講義形式だけではなく、グループワークによる体験型プログラムも提供している。2022年度には、離島や山間部など、グループの構成ができず学習の機会を逸していた少人数の8小学校に対して、オン

³⁵ 日本証券業協会（2023）、『2022年度金融・証券教育支援活動の概況』6月8日

³⁶ 金融経済教育を推進する研究会（2022）、（2023b）

ラインで結ぶ方法による体験型プログラムを提供するセミナーを実施している³⁷。

中学校では、2021年度から実施されている学習指導要領の下で、主に「社会」及び「技術・家庭（家庭分野）」において金融の仕組みや経済活動、金銭管理に関する学習が行われている。2022年に公表された調査では、「金融を通じた家計と経済・社会とのかかわりについて、説明することができる」と回答した生徒は4割台半ばで、半分以上の生徒が「説明できない」と回答している。また、金融商品の特徴については、株式が7割弱、預貯金・保険については4割程度が理解できていると回答している。

ほとんどの教員が、賢い消費者としての知識を身に付けるため、将来個人として自立するため、学校での金融経済教育の必要性を認めているが、4割台半ばの教員が授業時間数の不足を感じており、その原因として、現行の教育計画に余裕がないためとの回答が8割を占めている。このような事情は高等学校ではもっと切実で、7割台の教員が授業時間の不足を訴えている³⁸。

高等学校では、2022年度から実施されている学習指導要領において、公民科の必修科目として「公共」が新設され、この中で「金融の働き」について学習することとされた。内容的には、金融の意義や役割の理解、金融市場の仕組みと金利の動き、銀行、証券、保険などの金融機関の役割、中央銀行の役割と金融政策の目的と手段があげられている。また、IoT、ビッグデータ、人工知能を使った金融サービスや、クレジット・カードや電子マネーなどの利用によるキャッシュレス化の進展、仮想通貨など多様な支払・決済手段の普及、さらには様々な金融商品を利用した資産運用にともなうリスクとリターンなどについても取り上げられている³⁹。

野村資本市場研究所が主催した金融機関向けセミナーでは、参加した大学生のパネリストから、「同世代112人へのアンケートを行い、小・中・高等学校の授業、大学の講義で投資や資産形成について学習したことがあるかと聞いたところ、「はい」と答えた学生はわずか16%に留まった」という紹介があった⁴⁰。

現在ではこのような状況も変わってきているが、結局のところ、学校教育の段階で金融リテラシーを高めるためには、担当教師のレベルの向上と、金融経済関連の時間数を増やすなど、科目の時間配分にまで踏み込んだ見直しが必要であろう。

なお、大学では大学設置基準に従ってカリキュラムが提供されているが、高等学校までとは違ってその自由度が大きい。経済学部、経営学部、商学部など社会科学系の学部学生は、証券市場論や資産運用、リスク管理などの講義名で、金融・証券市場に関する基本的な知識を習得する。現代ポートフォリオ理論、リスクとリターンの関係、あるいは年金問題、NISA、iDeCoといった新しい制度などについても学んでいる。当然、時間分散（長期投資のメリット）、銘柄分散によるリスク低減効果についても学んでいる。しかし、文学部や理工学部など、それ以外の学部の学生は一般教養科目に金融経済関連の科目が入っていない

³⁷ 吉沢（2023）

³⁸ 金融経済教育を推進する研究会（2022）、（2023b）

³⁹ 金融経済教育を推進する研究会（2023b）、日本の金融経済教育、を参照されたい。

⁴⁰ 井潟、野村、神山（2013）

め、自ら積極的に経済関連の学部の講義を聴講しない限り、金融・証券市場に関連した講義を受ける機会がない。大学のカリキュラムの見直しも必要であろう。

もっとも、そのような金融リテラシーのレベルと、積極的にリスク資産に投資することとの間には高い壁がある⁴¹。筆者の経験では、身近に信頼できる相談相手がいるかどうかがこの壁を乗り越えるきっかけになっているようである。

5.2. 社会人向け金融経済教育への取り組み

協会による社会人向けの投資教育事業は図表6にまとめられている。その目標は、経済的な自立、将来の生活に向けた生活設計のために、安定的な資産運用の重要性を広く認識させ、証券投資に対する誤解や偏見を払拭して、行動変容を促すことである。

まず、ウェブサイトなどによる情報提供である。ウェブサイト「投資の時間」、メールマガジン「証券投資を深め～」、証券知識普及プロジェクトマスコットキャラクター（図表3の右下に掲載）の公式X（旧Twitter）などを通じて、証券投資等について解説するテキストや動画のコンテンツを提供している。

図表6 日本証券業協会の社会人向け投資教育事業の実績（2020-21年度）

若年社会人		一般社会人		高齢者	
ウェブ コンテンツ	「投資の時間」サイト	2021年度：5,932,151PV(ユニークユーザー数 3,101,830人) 2020年度：3,598,054PV(ユニークユーザー数 1,965,632人)			
セミナー 開催	はじめての資産運用講座				
	2021年度：①ライブオンラインセミナー（体系版）：3,275名（16回）（見逃し配信視聴回数：7,098回） ②ライブオンラインセミナー（テーマ別）：6,428名（5回）（見逃し配信視聴回数：7,426回） ③「親子」をターゲットとしたセミナー：189名（ライブオンライン（非対面式）：全国向け5回／対面式：富山会場 1回） ④講義動画オンデマンド配信「知って得する！資産運用の基礎知識（全12本）」視聴回数：24,659回 ⑤地方都市等のセミナー等活動：1,573名（9回）（見逃し配信視聴回数：549回）（地域に特化した 対面式、非対面式、ハイブリッド） 2020年度：①ライブオンラインセミナー（テーマ別）：4,397名（4回）（見逃し配信視聴回数：11,724回） ②講義動画オンデマンド配信「知って得する！資産運用の基礎知識（全12本）」9月～3月 視聴回数：13,460回				
	職域セミナー：「社員の将来をまじめに考える経営者と担当者のための資産形成セミナー」※証券知識普及プロジェクト事業				
	2021年度 10月4日：354名（見逃し配信視聴回数：1,767回）				
	ゼロからはじめる証券投資セミナー：トークショー動画（約40分）の配信・提供を実施 ※証券知識普及プロジェクト事業				
2021年度：視聴回数 79,937回<参考：100%視聴件数 6,395件> 2020年度：視聴回数 187,101回(10月～3月)<参考：100%視聴件数 11,313件>					
講師 派遣	講師派遣	2021年度：145先 200回（5,441名）※うちオンライン講義61先83回 2020年度：68先 94回（3,263名）			
冊子の 制作 提供	資産運用と証券投資スタートブック	2021年度：13,341部 電子書店ダウンロード数：9,094件 PDF閲覧数：9,804件 2020年度：14,759部 電子書店ダウンロード数：9,951件 PDF閲覧数：5,499件			
	確定拠出年金入門	2021年度：3,417部 電子書店ダウンロード数：2,166件 PDF閲覧数：2,524件 2020年度：2,621部 電子書店ダウンロード数：3,954件 PDF閲覧数：1,489件			
	個人投資家のための証券税制Q&A	2021年度：25,553部 電子書店ダウンロード数：2,314件 PDF閲覧数：2,318件 2020年度：30,701部 電子書店ダウンロード数：1,974件 PDF閲覧数：1,926件			

出所：日本証券業協会（2020）

次に、セミナーの開催である。「はじめての資産運用講座」はチャットを通じた質疑応答

⁴¹ FINRA（2022b）は、2021年の「投資家サーベイ調査」（各州500人（合計27,118人）に加えて2,824人の投資家が対象）に基づき、投資家の知識水準が低いことを明らかにしている。つまり、株式と社債の違い、投資先の企業が破綻した場合のリスク、インデックス・ファンド、空売り、オプションなどについての簡単な選択問題10問の正解数は4.7問で、インデックス・ファンド、空売りやオプションについては正解率は20%台に留まっている（p.22）。金融リテラシーの水準と証券投資とは直接の関係はないことを示す結果になっている。

が可能な全国向けライブオンセミナーであるが、ユーチューブ・チャンネルを通じてアーカイブ動画も配信している。それに加えて、「職域セミナー」、「ゼロからはじめる証券投資セミナー：トークショウ動画」を提供している。

また、協会に登録している「金融・証券インストラクター」を講師として派遣し、あるいはオンラインで講義を行っている。刊行物の制作・提供も行っている。「資産運用と証券投資スタートアップ」、「確定拠出年金入門」、「個人投資家のための証券税制 Q&A」を制作し、投資に関する最新の情報を学ぶ便宜を図っている。

さらに、投資詐欺被害防止の周知広報活動である。郵便局や鉄道等、多くの人が利用する場所での注意喚起の他、相談窓口として「株や社債をかたった投資詐欺」被害防止コールセンターの運営を行っている。

最後に、他団体との連携である。日本取引所グループ、東京証券取引所、大阪取引所、名古屋証券取引所、札幌証券取引所、福岡証券取引所、投資信託協会と「証券知識普及プロジェクト」として共同事業を実施している（図表 3 参照）。学校向けには、体験型副教材、教員・教育関係者向けウェブサイト「金融経済ナビ」や情報誌「レインボーニュース」を提供している。また、社会人向けには、共同ポータルサイト「証券投資スクエア」を開設し、証券知識の普及・啓発を図っている⁴²。

さらに、2021 年 12 月 27 日に協会は一般社団法人全国銀行協会（以下「全銀協」）との間で MOU を締結し、金融経済教育の推進および子どもや若者の貧困対策の取組みに関して連携・協力することに合意している。同合意のうち、金融経済教育の推進の分野では、全銀協と共催のセミナーの開催やこの合意以降、全銀協において「金融インストラクター」制度を発足させ、協会・全銀協双方に登録したインストラクターを共同講師派遣として、講師派遣事業を行っている。

6. 金融リテラシーと金融行動の変化

金融経済教育の取組みと併せて、金融リテラシーや投資行動についての調査が行われている。主要なものをみよう。

まず、金融広報中央委員会の「金融リテラシー調査」がある。これは 2011、2016、2019、2022 年に実施（2011 年は「金融力調査」という名称）されている。この調査は金融リテラシーの効果をみることを目的に実施されているが、日本人が全体的にリスク回避傾向が強いことが示されている。例えば、2022 年の調査で、期待収益率がプラス 5%（10 万円の投資で、半々の確率で 2 万円の値上りか、1 万円の損失が発生）の投資案件に投資するかどうかを尋ねたところ、74.2%が投資しないと答えている（もっとも、この割合は調査の度に低下している）。

協会は、1962 年の初回調査に続き 1964 年から 3 年毎に「証券投資に関する全国調査」を、2006 年から毎年、「個人投資家の証券投資に関する意識調査」を実施している。このうち、前者の 2022 年の「全国調査」（複数回答）では、「証券投資は必要ない」と答えた人にその理由を尋ねたところ、「損する可能性がある」が 43.7%で最も高く、「金融や投資に関する知

⁴² 吉沢（2023）

識を持っていない」が30.2%、「ギャンブルのようなもの」が28.2%であった。

また、金融庁は2021年6月30日に「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査」を行い、その中で、投資未経験者がこれまでリスク性商品を購入しなかった最大の理由（複数回答可）は、「余裕資金がないから」（56.7%）であり、「資金運用に関する知識がないから」（40.4%）、「購入・保有することに不安を感じるから」（26.3%）を大きく上回っている。

これらの調査結果に共通していることは、日本人が証券投資に消極的な理由として、「資金がない」と並んで、「知識がない」、「リスクが怖い」が常に上位にあがってくることである。ここから、日本人の金融リテラシー不足が指摘され、その向上によってリスク資産への投資を増加させる可能性が主張される。

しかし、日本人のリスク資産（証券投資）の割合は常に低い訳ではなかった。1980年末のバブル期には、その割合は25%を超えていた。また、パチンコや競輪、競馬などのギャンブルへの嗜好性をみれば、日本人が極端にリスク回避傾向が強いともいえない。

「金融リテラシー調査」が指摘するリスク回避傾向も日本人に特有な傾向ではない。もともと、行動経済学の「プロスペクト理論」はアメリカ人を対象に同様の質問への回答を繰り返し行い、そこで得られた実験結果を根拠に、伝統的な経済学の効用理論に対する批判として構築されたものである。リスク回避傾向は、人間一般に共通した傾向である。

むしろ、ここで問題にすべきはリスク許容度の個人差であろう。ポートフォリオ理論ではリスク回避者（risk averter）を前提にしているが、リスク愛好者（risk lover）もいるのである。アメリカの金融機関の営業では、まず顧客特性を把握するために、心理学者の協力も得て作成したクエスチョネア（質問票）を使ってリスク許容度などを把握し、その上で運用プランや商品提案を行うのが一般的である。このプロファイリングが、現在の標準的な顧客アプローチである、アドバイス・サービスを基本にしたゴール・ベースド・ウェルス・マネジメント（目標ベース型資産管理）のルーツにある。

この問題との関連で、筆者も関わった、協会が2005年11月から12月にかけて実施したグループ・インタビューは、個人投資家についての定性的な分析を意図したもので、大変、示唆的なものであった。日本ではこのような調査は初めてであり、一般的に採られているアンケート調査と較べて、個人投資家の本音を聞き出す上で有効である。

この調査は、東京、大阪、金沢、高松の4都市において実施され、男女別、年代別、そして証券投資の有無の4グループに分け、それぞれ約2時間の面談を行った。延べ96人の個人投資家から金融、投資商品、資産運用に関わる関心などを聞いた。決して大きな数ではないが、個人投資家の意識の一端を垣間見ることができた貴重な機会であった⁴³。

総じていえば、証券投資の経験の有無に関係なく、日本人の金融リテラシーは決して低くはないという印象であった。参加者のほとんどがテレビの経済関連の情報番組は見ている。ただし、経済に関する知識が豊富な割には、決して体系的に整理されたものではないという印象であった。

⁴³ 定性的な調査で整理することが困難であるため、この調査そのものについての報告書はないが、その成果の一端は、日本証券業協会（2005b）に取り入れられている。

特に、証券投資を始めるきっかけに関する質問に対する回答が興味深いものであった。身近に信頼できる相談相手がいたというのがその答えであった。例えば、祖父が株式に投資しており、身近なものに感じていたとか、大学時代の親友が証券会社に就職したので気軽に相談できた、といった回答である。また、成人式のお祝いで、父親から「振袖か大手ビール会社の株式か、どちらか選べ」と言われて、株式を選んで結構大きなリターンを手にしたなどである。

逆に、地方都市では、繁華街にある証券会社は入出店の時に知り合いに見られるのが嫌なので、もう少し目立たない所に店舗があればいいなど、証券投資に対して賭博並みのマイナス・イメージが強いことを伺わせる回答もあった。

ここから得られる示唆は、金融リテラシーの向上が行動変容に結び付くためには、気軽に相談ができて、信頼の置けるアドバイスを提供する専門家、そこまでのレベルでなくとも、投資や金融商品に詳しい人間が身近にいることである。その意味では、政府のいう中立的なアドバイザーの存在は極めて重要である。

従って、このグループ・インタビュー調査からは、金融リテラシーの向上が証券投資の裾野の拡大に直接に結び付くかどうかははっきりしないということになる。投資行動の変容に結び付けるためには、イギリスの行動経済学の知見を応用した施策のように、エビデンスに基づく効果の検証が必要であろう。

この調査が行われてから15年以上が経過しているので、こうした意識が変化しているかどうかは分からない。特に、その後の年金問題に対する関心の高まりや、NISAの口座数の増加などをみれば、証券投資に対する考え方が変化している可能性がある。いずれにしろ、数年おきに、対象範囲と地域を広げて実施することを要望しておきたい。

7. 今後の課題

国際的な動向を背景に、日本でも金融経済教育に関する国家戦略の策定に基づき、政府も本格的な取組みの姿勢を明確にしている。それ以前から、金融広報中央委員会や協会は、学校向け、社会人向けに様々な取組みを行ってきた。しかし、課題もある。

第一に、そもそも教育の効果は長期的に判断されるべきものではあるが、それでも3年、ないし5年程度の間隔で成果の検証が必要であろう。金融経済教育のように、官民がそれぞれ独自に取り組んでいる現状では、当然、各種コンテンツ、講師派遣、セミナーの開催、教材の提供など、類似のサービスが重複して提供されることが避けられない。ようやく「金融経済教育推進機構」の創設が決まり、官民の取組みを調整し、効率的に推進するための体制が整ったといえる。

第二に、金融リテラシーの向上と行動変容との関連についてである。アメリカでは、財務省の提言（U.S.Department of the Treasury（2019））を受けて、FLECが「金融リテラシーに関する国家戦略2020」の中で、金融経済教育プログラムを評価し、実効性の低いプログラムを廃止、あるいは改良すべきことを提言している。また、イギリスでは、行動経済学の「経験則とナッジ」をペンション・ワイズの利用促進に活用している。政策の効果を検証しながら取り組む姿勢が明確である。日本でも、施策の実効性を高めるためには、こうした姿

勢が望まれる。

第三に、協会は資本市場の育成・発展のために、金融商品取引業の発展と投資者保護の促進に取り組むことを任務としている。従って、新たに創設される「金融経済教育推進機構」の主要なメンバーとして中心的な役割を果たすことが期待される。そのためには、取組みの評価と投資行動の変容の関連を不断に検証していくことが必要であろう。

協会は「資産所得倍増プランへの提言」（2022）の中で、NISA 法（仮称）と、イギリスの金融に関する単一ガイダンス組織である MaPS に倣い、その日本版の創設を提言している。高齢化の進行にともなう堅実なライフプランの構築が金融経済教育への取組みの大きな要因の一つであったから、投資と年金問題を体系的に組み込んだスキームの構築と、それに沿った金融経済教育が必要である。

参考文献

- ・井潟正彦、野村亜紀子、神山哲也（2013）、「我が国に求められる義務教育・高等学校での金融教育強化」、『野村資本市場クォーターリー』 Autumn
- ・加藤貴大、橋本 達（2021）、「米英における国家戦略としての金融経済教育」、『野村資本市場クォーターリー』 Autumn
- ・金融経済教育推進会議（2023）、『金融リテラシー・マップ』改訂版
- ・金融広報中央委員会（2012）、「行動経済学の金融教育への応用の重要性」、3月
- ・_____（2013）、「行動経済学の金融教育への応用による消費者の学習促進と行動改善」、11月
- ・金融審議会（2022）、「市場制度ワーキング・グループ顧客本位タスクフォース 中間報告」12月9日
- ・金融庁（2013）、『金融経済教育研究会報告書』4月30日
- ・日本証券業協会（2005a）、『欧米視察団報告書～個人投資家について考える研究会～』
- ・_____（2005b）、『個人投資家と証券市場のあり方』中央経済社
- ・_____（2021）、『金融経済教育の課題と展開』
- ・_____（2022）、『中間層の資産拡大に向けて～所得倍増プランへの提言～』7月20日
- ・金融経済教育を推進する研究会（2022）、『中学校（教員・生徒）における金融経済教育の実態調査報告書』10月
- ・_____（2023a）、『海外における金融経済教育の実態調査報告』3月
- ・_____（2023b）、『高等学校（教員・生徒）における金融経済教育の実態報告書』9月
- ・中室牧子、津川友介（2017）、『原因と結果の経済学』ダイヤモンド社
- ・日本弁護士連合会（2023）、「金融経済教育の理念に沿った金融経済教育推進機構の組織及び運営体制の構築を求める意見書」12月15日
- ・吉沢拓央（2023）、「金融経済教育の現状と日本証券業協会における取組み」、『月刊 資本市場』7月
- ・Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), *Financial Well-being in America*, September

- ・ Department for Work & Pensions (2020), *The Stronger Nudge to Pensions Guidance, Statement of Policy Intent*, October
- ・ Financial Advice Working Group (2017), *Rules of Thumb and Nudges: Improving the Financial well-being of UK Consumers*, March
- ・ Financial Conduct Authority (FCA) (2021), *The Stronger Nudge to Pensions Guidance, Consultation Paper*, May
- ・ Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) (2022a), *Financial Capability in the United States*, July
- ・ _____ (2022b), *Investors in the United States: The Changing Landscape; A Report of the FINRA Foundation National Financial Capability Study*, December
- ・ Financial Service Authority (FSA) (2006), *Financial Capability in the UK: Establishing a Baseline*, March
- ・ Government Accountability Office (GAO) (2012), *Financial Literacy*, July
- ・ HM Treasury (2007), *Financial Capability: The Government's Long-term Approach*, January
- ・ Money Advice Service (MAS) (2015), *Financial Capability Strategy for the UK*, October
- ・ Money and Pensions Service (MaPS), The Behavioural Insights Team (BIT) (2020), *The Stronger Nudge Evaluation Report*, July
- ・ OECD/INFE (2012), *High-Level Principles on National Strategies for Financial Education*, August: 金融広報委員会仮訳 (2012)、「OECD/INFE 金融教育のための国家戦略に関するハイレベル原則」6月
- ・ _____ (2015), *National Strategies for Financial Education OECD/INFE Policy Handbook*
- ・ OECD (2020), *Recommendation of the Council on Financial Literacy*, October
- ・ Thaler H. H. (2015), *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*; 遠藤真美訳 (2016)、『行動経済学の逆襲』早川書房
- ・ The Money and Pensions Service (MaPS) (2019), *UK Children and Young People's Survey Financial Education in Schools*, December
- ・ _____ (2020), *The Stronger Nudge Evaluation Report*, July 15
- ・ _____ (2020), *The UK Strategy for Financial Wellbeing 2020-2030*, January 21
- ・ U. S. Department of the Treasury (2019), *Federal Financial Literacy Reform: Coordinating and Improving Financial Literacy Effects*, July
- ・ U. S. Financial Literacy and Education Commission (FLEC) (2020), *U. S. National Strategy for Financial Literacy 2020*
- ・ U. S. Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) (2017), *Effective Financial Education: Five Principles and How to Use Them*, June

10. 外国証券投資の自由化

福岡大学 商学部 教授 伊豆 久

要旨

外国証券投資は、戦後全面的に禁止されていたが、1970年代の自由化措置と80年の外為法改正によってほぼ全面的な自由化が完成する。この10年間の自由化の主たる推進力となったのは、投資家や証券界のニーズというより、71年のニクソン・ショック前後から続いた円高圧力の高まりであった。政府は断続的に円高対策を打ち出し、その一つとして対外証券投資の自由化が進められたのである。そのため70年代の自由化は、当時の裁量行政もあいまって、政府（大蔵省）が中心となって進められ、証券業協会の自主規制機関としての役割は補完的なものとどまっていた。しかし、対外投資の規制緩和と同時に、法令や大蔵省の認可による規制から証券業協会の自主規制に委ねられるものも少しずつ増えるようになる。

1980年代以降は、業態分離規制の緩和、金融制度改革、金融ビッグバンなどによる市場改革が、外国証券投資を含む形で進行する。また、バブル崩壊後は行政のあり方も大きく変化し、日本証券業協会の自主規制機能も大幅に強化された。その変化を示す例として二つを取り上げた。一つは、外国証券の店頭売買における仕切り値段の規則改正である。バブル期の損失補填の一手段として店頭売買が利用されたことから、その仕切り値段に対する規制は一時的に強化されるが、その後98年の金融システム改革法の下で包括的な公正性確保を前提に再び自由化される。もう一つは、外国株式の信用取引の解禁である。これは、〈自律性、専門性、機動性、柔軟性〉という自主規制の特徴が、外国証券投資の分野において発揮された一つの例と言えるであろう。

目次

1. はじめに
2. 外国証券投資の開始と拡大～1970年代前半
 - 2.1. 外国証券投資の解禁まで
 - 2.2. 外国証券投資の始まり
 - 2.3. 一般投資家への解禁
 - 2.4. 店頭仕切り売買の開始
 - 2.5. 外国投資信託販売の解禁
3. 石油ショックの影響
4. 外国証券投資の原則自由化～外為法の1980年改正
 - 4.1. 1970年代末の自由化措置
 - 4.2. 1980年の外為法改正
 - 4.3. 海外CD・CPの取扱い
5. 外国証券の店頭仕切り売買における値幅制限
 - 5.1. 値幅制限改正の推移

- 5.2. 損失補填防止のための値幅制限の厳格化
- 5.3. 1998 年金融システム改革法にともなう改正
- 6. 外国株式信用取引の導入
- 7. おわりに

1. はじめに

戦後日本の外国証券投資は、1970 年初めの投資信託の外国証券の組入れから始まる。翌年には生損保、一般投資家の外国証券投資が解禁され、72 年には外国投信の販売も始まるが、73 年の対外証券投資（取得額）は 8 千億円に満たなかった。それから 50 年余りを経て、現在の外国証券投資額（取得）は 587 兆円（2022 年）、同じ期間の輸出額の変化（7 兆円から 99 兆円）と比較しても、その伸びには目覚ましいものがある。また、外国証券投資の果実である海外からの配当・利息の受取り額は現在 10 兆円を超え、貿易収支が赤字化する中でも経常収支黒字を維持する、重要な役割を担っている。

日本証券業協会（以下「日証協」という）発足以来の 50 年の歴史は、外国証券投資の拡大の歴史とほぼそのまま重なることになる。本稿では、対外証券投資拡大の中で、日証協が担ってきた役割を振り返る。

2. 外国証券投資の開始と拡大～1970 年代前半

2.1. 外国証券投資の解禁まで

日本は、原油等の資源を国内で産出しないという経済地理上の制約があるため、それを海外から輸入するための外貨の獲得・節約が、経済運営上の最重要課題の一つとなる。そのため第二次世界大戦後は、対外輸出競争力の育成とともに、戦時以来の厳格な外貨管理が継続された。しかし、輸出が伸び外貨準備が増加したほか、IMF・GATT 等の場において自由化圧力が高まったこともあって、1960 年前後から段階的に輸入・為替の自由化が進められていく。

1964 年 4 月には IMF8 条国に移行し、輸入等経常取引の支払いに制限を設けることは許されなくなった。同年の OECD への加盟後も、対外的な投資については長らく延払輸出が過半を占めていたが、1969 年 9 月からの対外投資自由化措置によって、資源確保を主目的とする直接投資が拡大する。

こうした中でも、証券投資は解禁されないままであったが、71 年 8 月のニクソン・ショックに至る過程での円高圧力の高まりを受けて大きく変化する。60 年代半ばまで 20 億程度で推移していた外貨準備は、68 年以降急増し 71 年 7 月には 80 億ドルとわずか 3 年間で 4 倍となっている¹。1 ドル 360 円体制の下で輸出主導型の高度経済成長を遂げてきた日本は、円の切り上げ回避が至上命題とされ、そのための方策の一つとして対外証券投資の解禁・自由化が進められていく。しかしながら、外国証券への投資は、情報開示等日本の証券規制の及ばない投資を意味するため、自由化を段階的に進めつつ、その自由化レベルに即した投資家

¹『昭和財政史 昭和 27 年－48 年度 第 12 巻』335 頁。

保護のためのルールが、証券会社の意向を汲みながら、大蔵省と証券業協会において策定されていくことになる。

2.2. 外国証券投資の始まり

外国証券投資は、1970年2月24日、大蔵省による外国証券の投信組入れ解禁方針の発表に始まる。解禁の理由は「最近の国際収支の状況及びわが国証券市場の国際化の趨勢にかんがみ」と説明されている。そして、①解禁対象は証券投資委託会社4社、②組入れ対象は主要8市場上場銘柄、③組入れ比率は3割まで、金額は1社1億ドルまで等の細則が決定され、4月16日に外貨証券の取得処分の特許が出されると、同日夜よりニューヨーク市場において買い付けが開始された（その後、71年4月組入れ比率を5割に拡大、投信委託2社を追加）。

続いて、翌71年1月18日、生命保険会社・損害保険会社にも外国証券投資が認められる。対象は海外主要8市場上場銘柄で、1社1億ドルまでという条件は、投信の場合と同じである。

2.3. 一般投資家への解禁

他方で、71年5月には西ドイツ・マルクが変動相場制に移行するなど外国為替市場の動揺は一層激しくなっていた。そうした情勢を受け、政府は同年6月4日に「総合的対外経済政策（第一次円対策8項目）」を発表、そこでは、輸入自由化の促進、特惠関税の早期実施等と並んで、資本自由化の促進が挙げられ、その中に、「対外投資の自由化と拡充」として「対外投資を原則として自由化する」方針が示された²。そしてその1週間後に大蔵省は、一般投資家の外国証券投資を解禁する新聞発表（図表1）を行ったのである。

図表1 大蔵省「一般投資家による外国証券投資の自由化について」
（1971年6月11日）の概要

- ・ 7月1日より一般投資家に外国証券投資を解禁、投資金額の上限は撤廃。
- ・ 投資対象は、OECD加盟の取引所上場証券（ただし投信証券は不可）。
- ・ 売買は、国内証券会社を通じて外国市場で執行（店頭仕切売買は原則不可、信用取引は不可）。
- ・ 投資家は円で決済し外貨勘定はもたない。証券会社に外貨預金勘定を解禁。
- ・ 国内証券取引同様、4日目決済を原則とする。
- ・ 証券は証券会社名義で現地保管会社に保管。投資家には預かり証を交付（その売買は不可）。投資家が希望すれば現地保管契約か原株輸入も可能。
- ・ 発行会社からの通知等を送付する場合は実費徴収が可能。資料等の性格により店頭閲覧のみも可。
- ・ 議決権は、原則として投資家の意思にもとづき証券会社をつうじて保管会社が行使。
- ・ 利子配当等は証券会社が代理受領。
- ・ 保管、議決権、利子配当等は、投資家が国内信託銀行と契約して委任することも可能。
- ・ 外為法上の認可は証券会社が投資家の代理人として行う。

（出所）『大蔵省証券局年報 昭和47年版』10－11頁より要約。

この決定の背景について、大蔵省は、①OECDの資本自由化コードが居住者による外国証券の取得売却の自由化義務を課しているなか、日本は外貨準備が十分でないことを理由に

² 同上書 367頁。

それを留保している状況にあったが、②外貨準備の著増目覚ましく、「外国証券投資の面でこれまでのような態度をとることは必要ではないし、また不適當であると考えられるに至った」と説明している。そして、本来であれば、外国証券あるいはその預託証券の「国内証券取引所への上場などの方法も考えられるが、これらは外国証券投資が増大し、国内証券市場での流通を考慮せねばならなくなった段階での問題であり、とりあえず簡便かつ原初的な形で外国証券に投資する道を開き、わが国投資家や証券会社が外国証券についての経験を積むことが先決である」としている。

なお、この段階では個別証券への投資が解禁される一方で、外国投資信託は、上場されているものを含めて認められていない。それは、当時の多くの外国投信、特にオフショアファンドには後述のように問題のあるものが多かったこと、また OECD の資本自由化コードにおいても株式・債券とは別扱いになっていたことによる。

また、外為法（外国為替及び外国貿易管理法）上の規制については、当時、外国証券の取得・処分には日本銀行の許可が必要であったが、証券会社が一般投資家に代わって事前に包括許可を得ること（その条件として証券会社が外国証券の売買状況等を日銀に報告すること）が可能となった³。

この自由化措置を受け、東京証券業協会は、解禁日（7月1日）直前の6月29日の理事会において、「外国証券の取引に関する申合せ」を決定している。その主な内容は、①注文を受ける際には、「外国証券取引口座設定約諾書」の提出を受けること、②執行、決済、保管等は「約諾書」にもとづくこと、③規定の取次手数料、口座管理料を徴収すること、④取引について協会に報告すること、にとどまっていた。申合せには「現在未確定の部分も残されているので、今後、これらの点が確定され次第、本申合せを修正することとし、とりあえず、暫定的に本申合せを定めるものである」との趣旨説明が付されており、一般投資家への外国証券取引解禁が短い時間のうちに決定されたことがうかがわれる。

他方、実際に外国証券の取次ぎを行う証券会社の指定（海外に支店等をもつ14社）、投資可能な証券の上場取引所の指定（主要8市場）、店頭仕切り売買と自己売買の禁止等は、証券業協会の規則ではなく、大蔵省の認可事項であった証券会社の「業務方法書」の細則である「外国証券取扱規則」において各社統一的に定められた。

このように、一般投資家による外国証券投資は、大蔵省の新聞発表という形での規制緩和、証券会社に対する直接的な認可のもとで始まったのであり、この時点での証券業協会の役割は、顧客から徴求する約諾書の決定など極めて限定的であったと言えよう。しかしその後、自由化が加速するにつれ、また日証協の設立（各地証券業協会の統合）もあいまって、証券業協会の役割は次第に大きくなっていく。

2.4. 店頭仕切り売買の開始

1971年8月15日、ニクソン米国大統領は、ドルと金の交換停止を発表、世界の外国為替市場は大混乱に陥る。その後、同年12月の先進10か国によるスミソニアン合意（円は1ド

³『大蔵省証券局年報 昭和47年版』10 - 12頁。

ル 360 円から 308 円に切り上げ) 等、市場を安定化させるための努力が続けられるものの固定相場制への復帰はかなわず、そうした中で、円は 73 年末の石油ショックまで上昇し続けた。

こうした状況下で、外国証券投資の自由化が段階的に進められていく。① 1971 年 11 月 1 日には 8 市場に限定されていた投資可能な証券の上場先取引所を、機関投資家についてはすべての取引所とし、一般投資家についても 2 市場が追加され、②翌 72 年 2 月 28 日には信託銀行、3 月 30 日には一部銀行についても外国証券投資が解禁された。

そして、72 年 5 月 20 日、政府は「対外経済緊急政策の推進について(第二次円対策 7 項目)」をまとめ、それを受けて大蔵省は 22 日に「対外証券投資の拡大及びわが国資本市場の国際化のための諸施策について」を発表した。その主な内容は、①従来上場証券に限定されていた投資対象について、非上場証券を認める(ただし一般投資家については、目論見書の交付されている上場予定の証券、または上場会社の発行債券で気配のあるもの)、②従来は外国市場への取次売買のみが可能であったが、一般投資家を対象に店頭仕切り売買を認める、③外国の発行体による日本国内での証券の募集の解禁、というものであった。

これを受け、証券業協会は 6 月 10 日に「外国証券の取引に関する申合せ」を改正、新たに「外国証券の国内における店頭取引に関する申合せ」を決定している。この時の自由化措置で最も大きな意味をもっていたのは店頭仕切り売買の解禁であったと思われる。従来は、すべての注文が外国市場に取り次がれていたため、投資家にとっては価格・為替レートが事前に確定できず、また時間もかかるというデメリットがあり、証券会社もその事務処理が煩雑であった。店頭取引の解禁はそれらを解消することで、「投資者に外国証券を投資の対象として身近なものとし、特に、投資額 200 万円以下の小口投資者に多く利用され」ることとなったのである⁴。なお、この時点では、売買価格は外国市場における前日終値とし、それとは別に手数料が(従来の「取次手数料」を「取扱料」に名称変更して)徴収されていた。

この 3 年後の 75 年 5 月 26 日、店頭取引の取扱料を売買価格に含めることとする外国証券規則の改正が行われている。具体的には、「売買値段」を「仕切り値段」に改め、その上限が〈前日終値+現地手数料+取次手数料〉に設定された。

この改正の背景は以下の通りである。店頭取引といっても、売り買いの顧客注文が付け合わされることは少なく、ほとんどの場合、証券会社の自己売買と付け合わせて外国市場に発注されていた。そのため、取り次ぐ外国市場現地の証券会社に支払う委託手数料は、顧客分については取扱料として徴収しているものの付け合わせた自己勘定分は証券会社の持ち出しとなっており、「証券会社の経営の健全性確保の面から大きな問題となっていた」のである⁵。

この店頭仕切り価格については、店頭売買の対象顧客、対象証券等の拡大にともなって拡大・自由化が進むが、バブル崩壊後、損失補填の手段としても用いられ、証券不祥事発覚後も改革が続く(この点については後述)。

⁴ 『証券業報』1975 年 6 月号、18 頁。

⁵ 同上。

2.5. 外国投資信託販売の解禁

これまで述べてきたように、解禁当初に認められたのは、個別株式・債券への投資であって、外国投資信託の国内販売は認められていなかった。それは、1960年代には世界的な投信ブームが起こるものの、その中には情報開示や運用規制などが不十分なものも多く、各地で投資家との間で問題が生じていたためである。しかし、OECDにおいて、72年4月に「投資信託の運営に関するスタンダード・ルール」が制定され各国に是正の勧告がなされたこと、また日本国内においても、72年10月20日に政府が「対外経済政策の推進について（第三次円対策5項目）」を発表したことから、大蔵省は11月18日「外国投資信託証券の募集または売出しの届出等に関する省令」を制定し外国投信の国内販売を解禁した。そこでは、公募投信については証券取引法上の開示制度を適用し、私募についても公募に準じた協会への届出等を求めることとされた。

これを受け、協会では、11月20日に「外国投資信託証券の選別基準」、28日には「外国投資信託証券の販売等に関する申合せ」を決定し、販売可能な投信を、①OECD加盟国の法律に準拠したもの（オフショアファンドの除外）、②他投信への投資、借入、同一会社への投資はいずれも10%以下のもの（ゴーゴーファンドの除外）等に制限した。

大蔵省としては、「当初、西ドイツにおける「外国投信販売規制法」の如き法律を制定し、これにより規制することも検討されたようであるが、結局、証券業界の自主規制によってこれを行なう」こととしたのである⁶。法令上の開示規制に加えて、協会の自主規制によって販売する投信を選別するという方針をとった理由について、大蔵省は、①日本の投信は免許制で大蔵省の監督の下にあるのに対して、外国投信には当局による監督が不十分なものがあるうえ、②ほとんどが市場外で取引されているため市場を通じた選別も行われなことから、開示制度だけでは投資家保護が十分とはいえないからと説明している⁷。

一般投資家による個別外国証券への投資が解禁された際（1971年7月）と比較すると、その時には、具体的に投資可能な証券の上場取引所は大蔵省が認可する証券会社の業務方法書によって規定されていたのに対して、この投資信託については協会規則による選別基準の規定へと変化していることがわかる。

以上のような外国証券の流通市場へのアクセスに加え、発行市場においても外国証券投資が拡大していく。1970年12月にはアジア開銀債の公募、72年10月には株式（GTE：米通信大手）の公募、73年4月には世銀債の上場、同年12月には株式の上場（ダウケミカル、パリバ等6銘柄）が実現した。日証協においても、これらを背景に、同年12月4日、それまでの外国証券取引に関する各種申合せを統合し、「外国証券の取引に関する規則」（以下、外国証券規則）が制定されている。

3. 石油ショックの影響

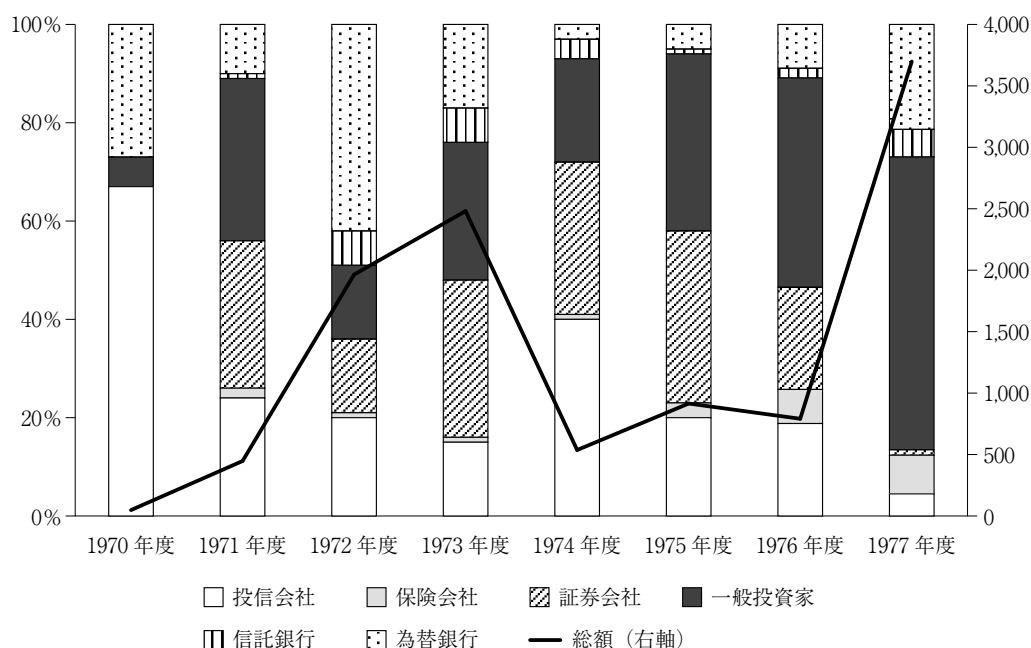
1970年以来続けられてきた外国証券投資拡大策は、しかし、73年末の石油ショックによっ

⁶『証券業報』1972年11・12月合併号、16頁。

⁷『大蔵省証券局年報 昭和48年版』72頁。

て大きく転換する。輸入石油代金の高騰によって国際収支は大幅な赤字に転落、外貨準備も減少したことから、大蔵省は、73年11月13日に、短期外貨証券（6カ月以内）の取得を個別許可制として事実上禁止、翌年1月7日にはそれを満期1年以内へと拡大した⁸。さらに、証券会社等では、外国投信、私募外債の販売、外国証券投資（純増）を自粛することとなった。そしてこれら自粛措置は75年6月まで、短期外債の取得禁止は77年6月まで続いたのである⁹。

図表2 投資家別対外証券投資（取得額、100万ドル）



（出所）『大蔵省国際金融局年報』昭和52年版、55年版より作成。

70年の外国証券投資の解禁から77年までの状況を証券取得の推移で示すと図表2のようになる。総額を表す折れ線グラフを見ると、①解禁から73年までは順調に伸びていたものの、②石油ショックの影響を受けた74年から76年までは低迷し77年になって大きく回復・増大していることがわかる。また、投資家の構成を見ると、③個人投資家を含む一般投資家が、3割から5割と非常に高い比率を占めている。機関投資家は、外為法上・運用規制上の制約が厳しいうえ、外国証券投資の経験やノウハウの蓄積も少なく、また国内市場の成長期待も大きかったことなどから、まだ外国証券投資を拡大させることができなかった。そうした中で一般投資家が外国証券投資を切り拓く形となったのである。

4. 外国証券投資の原則自由化～外為法の1980年改正

1970年代後半になると、石油ショックの影響が収まり、逆に米国の貿易赤字等を背景に

⁸『昭和財政史 昭和27年－48年度 第12巻』499頁。

⁹『統合十年の歩み』1983年12月、205頁。

急速な円高が進む。特に 77 年初めから 78 年秋にかけては、1 ドル 290 円から 180 円へと急な動きとなった。また海外からの開放・自由化要求もさらに強まったことから、外為法上の規制が段階的に緩和され、それは 80 年の全面的な改正に結実する。その過程を、日証協の外国証券規則の改正の推移を中心に見てみよう。

4.1. 1970 年代末の自由化措置

1977 年 5 月 20 日の規則改正では、外国市場の指定について、「取次証券会社からの申請に基づき、これを行うものとする」とし、施行日の 6 月 1 日に 8 市場を追加して 23 市場に、さらに 2 か月後に 1 市場を追加し 24 市場となった。

この規則改正の前提となったのは、外国証券投資の促進に向けた政府の規制緩和である。まずは外為法上の緩和である。同法第 32 条にもとづく外国証券の取得等に係る包括許可条件のうち、「証券会社及び一般投資家が取得しうる外貨証券の範囲」の限定が同年 4 月 1 日付けで削除され、外為法上はすべての外貨証券の取得が可能になった。これに合わせて、従来、証券会社の「業務方法書」の細則である「外国証券取扱い規程」で指定されていた取扱い可能な外国証券についても、これを廃止し、日証協による自主規制に委ねることとなった。この背景は、「外貨準備の累増及び内外からの為替管理簡素化の要望」であり、「(1976 年) 6 月に OECD 資本自由化コード上外国証券の売買に関する留保が撤廃されたことから、業務方法書による画一的な規制を存続させることは対外的にも望ましくな」と判断されたのである¹⁰。

規制緩和の基本的な要因が外貨準備の増加と海外からの批判であること、また、規制緩和と同時に、法令や大蔵省の認可による規制から日証協による自主規制へと規制主体の変化が進行していることがわかる。

外国証券規則は、さらに 78 年 3 月 24 日にも、以下の改正が行われた。①外貨決済の解禁：従来、すべて円で行われていた決済について、外貨での決済を認める。②外為予約の範囲拡大：従来、債券の償還・利息予定額に限定されていた外為予約を証券取引全般に拡大。ただし、時価相当額、配当の範囲までとし、証券会社が自己名義で為銀につなぐこと。③一般投資家の投資対象証券の拡大：指定証券市場の上場証券に加えて、ソブリン債（気配のあるもの）を認可。④債券売買：受渡を従来の 4 日目から顧客との間で別途取決め可能にし、上場債券の仕切価額の基準については取引所の終値だけでなく気配を用いることも可能に。さらに、1,000 万円超の取引の場合は仕切価額基準の適用除外に。⑤店頭仕切り売買：従来一般投資家のみに限定されていた店頭売買を、債券に限り機関投資家にも認可。

この改正に先立ち、78 年 1 月 26 日に大蔵省が「為替管理の自由化及び簡素化措置について」を発表している。これを受け、日証協は「為替管理の自由化に伴う外国証券投資に関する要望」を提出し（2 月 16 日）、それが当局に認められたものである。

¹⁰『大蔵省証券局年報 昭和 53 年版』42 頁。

4.2. 1980 年外為法改正

前述のように、70 年代末に、政省令等の改正によって対外的な証券投資は実質的な自由化が進められていたが、「法律上は原則禁止の建前が維持されてきたため、対外的には閉鎖的な印象を与え、海外からの批判や誤解を招いていた」ことから、「この批判に応え・・・開放経済体制をさらに推し進めるため」、1949 年制定の「外国為替管理及び外国貿易管理法」と 50 年制定の「外資に関する法律」を一本化するとともに「為替管理体制を『原則禁止』から『原則自由』に改め」る外為法改正が実施された¹¹。改正作業は 78 年初めに着手され、79 年 11 月に改正法が成立、80 年 12 月 1 日に施行されている。

この改正によって、外国証券投資は、従来の〈原則許可制〉から〈原則届出制〉へと大きく変化した。それまでは、包括的な許可を得た証券会社を経由する形で行われていたが（個別に包括許可を受けた機関投資家を除く）、事前届出制に移行したことで（包括）許可は不要になった。さらに指定証券会社制度が創設され、従来、包括許可を受けていた取次証券会社は指定証券会社となり（国内証券会社 21 社、外国証券会社 4 社）、それを通じた対外証券取引は届出も不要となった。証券会社は、「外国為替管理上いわば外国為替公認銀行に準じた地位が認められた」のである¹²。ただし、これは平時の場合であり、国際収支の急速な悪化等が生じた場合は、指定証券会社経由であるか否かを問わず、すべて許可が必要となる。

この外為法改正を受け、日証協は、80 年 11 月 12 日に外国証券規則を改正した（12 月 1 日施行）。①指定証券会社制度の創設に伴う、取次証券会社の指定証券会社への名称変更だけでなく、②投資対象として指定されていない証券についても、顧客から保管の委託を受けない場合には投資可能となり、③店頭仕切り売買に係る値段、売買高等の日証協への報告義務が廃止された。

また、日証協は、政府内で外為法改正に向けた準備が進むなか、78 年 11 月 16 日に「外国為替の法体系の全面見直しに当たっての要望」を提出、証券為替マリー（＝証券取引にともなう外貨の売買、店内でのネットティング）の認可を求めていたが、改正外為法施行に合わせて認められることとなった¹³。これに伴い、理事会決議「国内証券の店頭取引に係る決済代金等を外貨で授受する場合の円貨と外貨との換算について」を制定して（12 月 1 日施行）対顧客外貨取引におけるレートの決定方法を定めた。また、顧客からの預かり外貨の滞留制限が撤廃されたことから 12 月 17 日の規則改正で、同制限規定が廃止されている¹⁴。

4.3. 海外 CD・CP の取扱い

外為法上の「証券」の定義については、旧法では限定列举方式がとられていたが、改正法

¹¹ 『大蔵省証券局年報 昭和 56 年版』 85 頁。

¹² 『統合十年の歩み』 208 頁。

¹³ 同上。

¹⁴ なお、指定証券会社制度は 1998 年 4 月 1 日施行の外為法改正によって廃止された。同改正は、外国為替取引に関する一切の事前規制を撤廃し事後報告制度に切り替えるというもので、具体的には外国為替銀行を外国為替公認銀行に集中させるいわゆる為銀主義、外国為替公認銀行の認可制度が廃止され、それにとともに指定証券会社制度も廃止されることとなった。日証協の外国証券規則も 98 年 2 月 18 日に同趣旨の改正がなされている。

では、弾力的な対応が可能のように政令で指定されることとなり、施行時の政省令により海外の CD・CP が証券に含まれた。これによって、外為法上は誰でも事前の届出のみでこれらを取得できることになったのであるが、このことはただちに証取法上の有価証券となることを意味しない。つまり、証券会社、銀行のどちらが扱うのかは別の問題なのである。折しも、国債の大量発行を受けた、銀行の国債窓販・ディーリングの解禁を主たる課題とした 1981 年の証券取引法・銀行法改正に向けた検討が進められていた時であり、この海外 CD・CP は「業際問題の核心をつく金融商品¹⁵⁾」となるのである。

日証協と全国銀行協会連合会のそれぞれの立場からの主張が重ねられた末、82 年 4 月よりその扱いが、証券会社はその兼業業務として、銀行はその付随業務として位置づけられることになった。またその直前には、国内投資家保護・国内金融秩序維持等の観点から、取り扱う海外 CD・CP の格付、最低売買単位、期間等を定めた「海外 CD・CP の取扱いルール」が大蔵省によって定められた¹⁶⁾。外国証券の取扱いルールは、日証協の自主規制規則において定められてきたが、銀行との相乗りでの取扱いとなったことで、その規則策定は大蔵省によってなされるほかなかったということであろう。

しかしながら、これでも事態は決着しなかった。上記取扱いルールによって、対象となる CD・CP は外貨建てに限定されたが、投資家は為替リスクを負うため、購入時に為替予約をするのが一般的である。しかしそうすると実質的に円建てとなることから、銀行界から、①外国為替業務は外国為替銀行に集中させるという原則に反すること、②実質的に円建の CD・CP の容認は、国内 CP の発行につながり、急速な金利の自由化をもたらす懸念があること等の反論がなされていた。そのため実際の取扱い開始はさらに 2 年延び、結局、大蔵省が国内 CP 解禁論には関連付けないことを確認したうえで、84 年 4 月からその取扱いが認められることとなった。証券会社には必要な為替取引ができるよう外為法上の許可が与えられた¹⁷⁾。

70 年代からのユーロ市場への参入や国債の大量発行を契機に始まった、証券会社と銀行の取扱い商品や業務範囲をめぐる業際問題は 80 年代に入り一層激しくなるが、この海外 CD・CP をめぐる議論はその象徴的なものとなったのである。

こうした 1980 年頃までの自由化措置と、それにとまなう日証協の外国証券規則の度重なる改正によって、外国証券投資の自由化はほぼ完成したと言えるであろう。その上で 80 年代以降の日本の対外債権大国化、機関投資家の運用規制の緩和、低金利政策の長期化、90 年代以降のグローバル化の進展にとまなう外国証券投資は飛躍的に拡大していくことになる。

以下では、外国証券投資をめぐる協会規則の改正において、特に興味深いと思われる二つのテーマ——店頭仕切り売買における値幅制限規制と外国株式信用取引の解禁——をとりあげ、その推移と意義を確認する。前者は、バブル期の損失補填においてその一手段として利

¹⁵⁾『昭和財政史 昭和 49 年－63 年度 第 6 巻』460 頁。

¹⁶⁾『大蔵省証券局年報 昭和 57 年版』42－43 頁。

¹⁷⁾『大蔵省証券局年報 昭和 59 年版』58－62 頁。

用されたことがあり、その結果、92年に厳しく規制されることになる。後者は、最近の出来事であるが、投資家や証券会社のニーズを汲んだ日証協のイニシアティブによる規則制定で、自主規制のあり方を考えるうえでも重要な示唆を示していると思われるからである。

5. 外国証券の店頭仕切り売買における値幅制限

5.1. 値幅制限改正の推移

前述のように、一般投資家の外国証券取引は、1971年、外国市場への委託売買のみの形で開始されるが、その翌年72年7月には店頭仕切り売買が開始される。店頭市場における売買価格については、当該銘柄の流動性、売買の数量等に応じて、顧客投資家との合意のもと証券会社はその経営判断において自由に設定すべきとの考え方もありえるであろう。しかし、当時の日本の状況（取引所市場の圧倒的優位、店頭市場の未発達、市場集中義務、固定委託手数料制度等）の下では、そうした考えがとられることはなく、外国市場での直近の終値または気配に手数料を加味する形で売買価格が決定されることとなった。

まず、72年6月10日理事会決定（7月1日施行）の店頭取引開始時には、売買価格は外国市場における価格（上場証券の場合は前日または直近の終値、非上場証券の場合は前日または直近の気配）のままとし、別途、委託売買の際の取次手数料を取扱手数料として徴収することとなった。

その3年後、75年5月26日には、店頭取引の取扱料を売買値段に含め、かつその取扱料を、取次手数料から〈現地手数料＋取次手数料〉とする規則改正がなされた（6月2日施行）。したがって、基準となる価格（前日または直近の終値または気配）に取次手数料と現地売買手数料の合計額を加減（証券会社から見て売りの時は加算、買いの時は減算）した額を仕切り値段の上下限とすることとなった。

また、この時まで外国証券の店頭仕切り売買の対象顧客は一般投資家に限定されていたが、78年3月24日の規則改正（4月1日施行）によって、債券に限り機関投資家との取引が解禁される。その際、円換算1千万円超の外国債券の売買については「国内における慣行に準じ¹⁸」仕切価格制限の対象外とされた。すなわち、仕切価格の制限は、外国株券の売買（金額に関係なく）と1千万円以下の外国債券の売買についてのみ付されることとなった。なお、この改正時に、従来は前日または直近の終値しか用いることができなかった上場債券の基準価格について、気配を用いることが可能となっている。

さらに、85年12月27日改正（86年1月1日施行）において、機関投資家との外国株券の取引に関しても国内店頭取引が解禁された。「機関投資家との外国株券の国内店頭取引は制度発足当初から、機関投資家との力関係から、当分の間、参入を認めないということであったが、国内店頭取引の仕切価額に弾力性をもたせることとし、機関投資家の国内店頭取引への参入を認めることとした」ものである¹⁹。同時に、債券を含めた「国内店頭取引の円滑な

¹⁸『証券業報』1978年3月号、26頁。

¹⁹『証券業報』1986年1月号、35頁。

運営を図るため、仕切価額の改善を図る²⁰」との観点から基準価格が拡大された。すなわち、株券と1千万以下の債券について、直近の終値または気配²¹の上下1.5%以内に基準価格を設定し、そこから取次手数料と現地手数料を加減した金額を上下限とすることとなった。同時に、外国株新株引受権証券（外国ワラント）も売買対象に含むこととし、その仕切値段については、1千万超の債券と同様、「市場の実情を勘案して、顧客と証券会社との間で自由に値段の決定が行えることと²²」されている。

しかしながら、こうした仕切り値段の拡大は、ブラックマンデー（1987年9月）後さらには90年1月からの株価下落局面において行われた大口投資家に対する損失補填の一つの手段としても利用されることとなる。

5.2. 損失補填防止のための値幅制限の厳格化

バブル崩壊後の証券不祥事の発覚は、証券行政・規制のあり方に大きな変革をもたらしたが、外国証券投資の分野では、外国債券の国内店頭取引における値幅制限の厳格化が大きな課題となった。その考え方、経緯は以下の通りである²³。

証券不祥事を受けて改正された証券取引法（92年1月1日施行）によって、損失補填等の禁止が盛り込まれたが（第50条の2第1項）、その構成要件は、〈損失補填のために財産上の利益を提供すること〉という抽象的なものにとどまり、具体的にどのような取引が損失補填にあたるかは明記されなかった。そのため、例えば証券会社との店頭取引によって顧客に利益が生じ、偶然その顧客の勘定には損失があったという場合、それが形式上損失補填となる可能性が残る。この問題に対しては刑法第35条の「法令又は正当な業務による行為は、罰しない」という考え方をを用いることとし、そして、何が正当な業務であるかについては、法令で定めるのではなく、実務を担う「業界自らが自分たちの知識、経験を活用して、そういう典型的な取引を明示することが望ましい」とされた。

この時の証取法改正に伴って20本の協会規則が改正されたが、その総論にあたる理事会決議（「自主規制規則の整備について」1992年1月1日施行）では、「今般整備した一連の規則等が、証券取引の公正・円滑化に資する観点から、証券取引として適正と考えられるものの典型例を明示し・・・証券取引として正当なものと認められる行為に関する指針として機能することを期し・・・」とその目的が述べられている。

そして、損失補填において、債券取引が利用されることもあったことから、外国債券についてもその値幅のありようが規則で定められることとなったのである。すなわち、従来、外国証券の店頭仕切り売買の値幅制限については、前述のように、円換算で1,000万円以下の場合についてのみ定められていたが（直近の終値または気配の上下1.5%を基準として手数

²⁰ 同上書 33 頁。

²¹ 「取引所立会終了後も引き続き店頭市場で売買が行われるところもあるほか、我が国の営業時間中に外国証券取引所の立会いが開始又は終了する場合もあることから」上場株式についても、参照価格に気配を認めることとなった（『証券業報』1986年1月号、34頁）。

²² 『証券業報』1986年1月号、34頁。

²³ 関（1992）。

料を加減)、1,000万円を超える売買つまりはプロとの取引の場合、投資家保護上そうした制限は不要であると考えられていたからである。ところがそうした規定を逆手に取る形で機関投資家を相手に損失補填が行なわれたことから、1,000万円超の売買にも値幅制限が設けられることになった。

具体的には、外国証券の店頭仕切り売買について、①株式(金額に関係なし)と債券(1,000万円以下)の場合は、直近終値等の上下1.5%以内に手数料などを加減、②1,000万円超の債券については、④東京市場のスクリーン・ブローカーにおいて継続的に気配が提示されている債券については気配を基準としてその上限3%以内とし、⑤それ以外の債券については会員各社の責任において適正な価格により取引を行うこととされた。

また、外国証券規則に新たに「異常な取引」に関する規定が設けられ、上記値幅制限内であっても、損失補填等の目的で顧客に利益を与える行為は禁止されるとともに、外国債券の店頭取引を行った時は、取引記録、取引で参考にした気配等の情報を保存する義務を課すこととなったのである。

5.3. 1998年金融システム改革法にともなう改正

それから6年が経ち、この外国証券の国内店頭取引における値幅制限に関する規定は、1998年12月1日の金融システム改革法の施行(証取法の改正)に合わせて、再び全面的に改正されている。

異常な取引の禁止、記録保存義務はそのまま残しながらも、上下3%以内といった具体的な値幅制限は撤廃された。代わって、「合理的な方法で算定された時価(社内時価)を基準として適正な価格により取引を行い、その取引の公正性を確保しなければならない(外国証券規則第18条第1項)」、「社内時価の入手が困難であり、又は、継続的な算定を行っていない銘柄については、合理的かつ適正な価格により社内時価を算定するものとする(第3項)」と、包括的な公正性確保を義務付ける一方で、基準価格については証券会社の裁量に多くを委ねることとなった。ただし、小口投資家(円換算1,000万円未満の取引)については、価格情報の提示や外国証券店頭取引についての啓蒙に努めることとされた(第19条)。

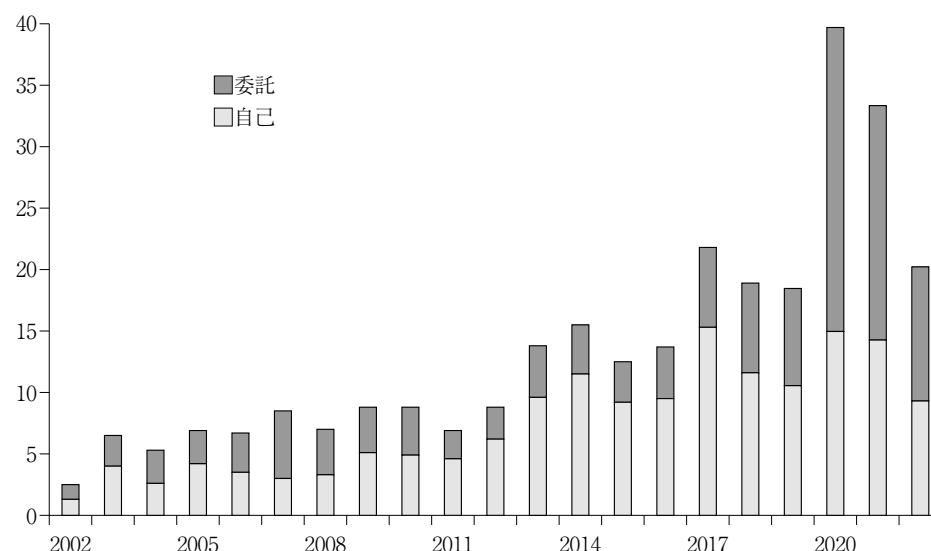
これは、金融システム改革法が、自由化を基本方針とする金融サービス全般の改革を目指していることを背景としている。すなわち同法は、株式売買委託手数料の自由化等の価格の自由化、ラップアカウントの解禁など金融サービス提供の自由化、証券業の登録制への移行などを柱としている。その前提として、損失補填等の禁止についても、証券会社、投資家双方において、その理解が十分に行き届いたとの判断があり、公正性の確保という広い義務を課す一方で、店頭仕切価格について実務的な自由化を認めたものと思われる。ルールのある方という観点から見れば、禁止事項を具体的に明示する〈ルール・ベース〉型の規制から、禁止の考え方・概念を示すことで証券会社の経営の自由を確保しつつ規則の趣旨に沿った柔軟な対応を可能とする〈プリンシプル・ベース〉の規制への移行が図られているとも言えるであろう。

外国証券の店頭取引における仕切り値段は、店頭取引の解禁から、機関投資家の参加による拡大、損失補填への悪用を契機とした厳格化を経て、包括的な異常な取引の禁止と公正性

の確保を前提とした証券会社自身による「合理的な方法で算定された時価（社内時価）」での売買へと発展してきたのである。

6. 外国株式信用取引の導入

図表3 外国株式の売買金額（兆円）



（注）自己売買は、顧客との店頭仕切り売買のほかディーリング取引を含む。証券会社の決算期によるズレがある。

（出所）日本証券業協会資料より作成。

本章の最後に、外国証券取引における現在の自主規制機能の現れの一つの例として、外国株式信用取引の導入の経緯を取り上げてみたい。

バブル崩壊後、証券市場の規制体系全体が大きく変化した。その重要な要素の一つが、自主規制機能の強化であった²⁴。日証協は、法律上、従来は民法上の社団法人として設立され、証券取引法上の登録を受けることによって自主規制機関としての機能を担ってきた。それが、バブルの崩壊、証券不祥事を経て、証券取引等監視委員会の設置関連法案として1992年5月に成立した証取法改正（同年7月施行）において自主規制機能の強化が図られることとなり、日証協は証取法上の認可法人となったのである（2007年9月の金融商品取引法施行により認可金融商品取引業協会）。

日証協自身の内部組織に関しても、2004年7月には「自主規制部門」「証券戦略部門」「総括・管理部門」からなる体制に移行したが、その目的は、「自主規制機能」と「業界活動機能」の独立した運営の確保であった。前者の規則制定の権限とプロセスについてさらに見ると、制定権限は理事会にあるが（日証協定款第10条）、自主規制会議に委任されており（同第56条第2項）、同会議が自主規制に関する事実上の最高意思決定機関となっている。そして自主規制会議の下に分科会が設置され、さらにその下にワーキング・グループが置かれ、実

²⁴ 平田（2014）。

際の検討が行われている。

こうした現在の自主規制体制、特に制定される規則において、〈法令（政府・金融庁）、日証協、証券会社〉の関係は過去と比較するとどのように変化したのか、外国株式への信用取引の導入のケースを見てみよう²⁵。

そもそも、外国株式の信用取引については、本章冒頭で紹介した71年6月の一般投資家の外国証券投資開始時に、解禁されるのは現物取引のみで信用取引は認められないことが明示されていた。しかしこの時の自由化措置は、大蔵省からの新聞発表の形で示されたものであり、当時の裁量行政の中でその法的根拠は必ずしも明確でなかった。そしてバブル崩壊後の金融行政改革の中で、その透明化を図るべく、大蔵省は98年6月8日に「金融関係通達の見直しについて」を発表、金融関係の通達等の全面的な見直しを実施した。多数の通達等が廃止され、必要なものは省令・告示・事務ガイドラインとして明確化されることとなったが、その中で、この71年6月11日の新聞発表「一般投資家による外国証券投資の自由化」も廃止されたのである。

したがって、この廃止以降、（日本国内の証券取引所に上場されていない）外国株式の信用取引については、それを禁止する法令もなければ、それを扱うためのルールも存在しないという状況となっていた²⁶。

他方で、インターネット取引の広がりなど個人投資家層の拡大もあり、証券会社等から外国株式への信用取引の導入、そのための規則制定の要望が日証協にも寄せられていた。こうした状況を背景に、日証協は、2019年12月4日、自主規制会議の下部組織であるエクイティ分科会の下に、「外国上場株式の信用取引制度に関するワーキング・グループ」を設置し、その検討を開始した。

そして、ワーキング・グループでの議論を経て、対象銘柄、保証金、建玉の管理、その他規制措置等について概要案が決定されると、制度概要についてパブリックコメントが募集され、その結果が規則改正案としてまとめられた上で再度パブリックコメントが募集された。こうした手続きを経て、21年9月14日の自主規制会議において、外国株式の信用取引について規定した第5章（第31条から46条まで）を新設するという、外国証券規則の大幅な改正がなされたのである（22年7月1日施行）。

すなわち、この規則制定は、かつてのように、政府・大蔵省からのマクロ的な背景からの（例えば円高対策や海外からの圧力への対応としての）自由化措置、そのための法令改正、それを受けた日証協規則改正、という順ではなく、取引の可否をめぐる法令が存在しない状況の中で、証券会社の要望を日証協が吸い上げ、投資家保護上必要な規則を制定するという、いわば下からのプロセスによって実現していることがわかる。

そのことをもう少し具体的に、外国株式信用取引における「対象銘柄」の選定方法と「代用有価証券」の掛け目等の規定から見てみよう。

²⁵ 以下は、主に「外国上場株式の信用取引制度に関するワーキング・グループ」第1回資料（2019年12月25日）による。

²⁶ 東証上場外国株式の信用取引は2007年4月より可能。

外国株式信用取引の対象銘柄について、法令は何も定めておらず、日証協の外国証券規則も、米国市場の上場銘柄としているだけで、それ以上具体的に銘柄を指定しているわけではない。ただし、協会規則は、「銘柄選定等に係るガイドライン」を定め、会員に「ガイドライン」に基づいた取扱い銘柄の選定基準、新規注文の受託禁止基準を定めることを求めている。つまり、会員である証券会社は、日証協のガイドラインに基づいて自ら選定基準を定め、取扱い銘柄等を決定することになる。すなわちここでは、法令による規定が存在しない中、証券会社の経営判断が最大限に尊重された上で、新たな取引が投資家保護に反しないよう協会が必要なルールを定めるという、〈自律性、専門性、機動性、柔軟性〉を本旨とする自主規制の典型的なありようが現れていると言えるであろう。

もう一つ、代用有価証券についても見てみよう。信用取引における代用有価証券の時価、その掛け目については、金商法第 161 条の 2 の規定により保証金内閣府令によって決定されることになっている。そこで、外国株式信用取引の解禁にあたっては、日証協が府令の改正を要望し、金融庁によるパブリックコメントの募集等の手続きを経て、府令の改正が実現されている。その改正府令も、第 6 条（保証金代用有価証券）に、外国証券市場の上場証券の場合は認可金融商品取引業協会（日証協）の規則に定める時価及び率とすることが追加される形をとっており、具体的内容は協会規則に委ねられている。つまり、この一連の流れは、〈投資家・証券会社のニーズ→日証協における規則制定+日証協からの府令改正の要望→府令の改正〉となっており、もちろん 90 年代以前においても、証券業界から要望によって法令・制度が改正されることも少なくなかったが、透明性の高い形で現場のニーズの吸い上げ、実務を熟知する自主規制機関のルール決定によって投資家保護を実現しようとする枠組みが機能しているように思われる。

7. おわりに

1970 年代に進められた外国証券投資の自由化は、その目的から振り返ると、何よりも、急速な円高をなんとか回避したいという政府の円高対策であった。そこでは、投資家や証券会社のニーズは二義的なものにすぎなかったのである。したがって外国証券投資は、制度作りが先行し、実際の投資の拡大はそれについていく形となったのである。しかし 70 年代に整備された法令規則の上に立って、80 年代以降の対外的な証券投資の急速な拡大が実現する。

そして 90 年代になると、円高や海外からの自由化圧力ではなく、バブル崩壊後の内発的な規制改革が重要な要因となる。金融制度改革として業態分離規制の緩和が進行し、また金融システム改革として自由主義的な改革が実現した。同時に、証券規制のあり方においても、免許制にもとづく裁量的な通達行政からの脱却が図られ、代わって日証協の自主規制機能が強化された。インターネットの登場等によって投資家や証券会社のニーズも多様化した。こうした変化は、当然、外国証券投資の分野においても現れ、協会規則における店頭売買における仕切り価格制度の推移や、外国株式の信用取引制度の創設からもそれをうかがうことができるであろう。

参考文献

- ・大蔵省国際金融局年報編集委員会編『大蔵省国際金融局年報』第1回（昭和52年版）－第19回（平成7年版）、金融財政事情研究会。
- ・大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27年－48年度 第12巻国際金融・対外関係事項(2)』東洋経済新報社、1992年。
- ・大蔵省証券局年報編集委員会編『大蔵省証券局年報』第8回（昭和45年版）－第33回（平成7版）、金融財政事情研究会。
- ・財務省財務総合政策研究所財政史室編『昭和財政史 昭和49年－63年度 第7巻国際金融・対外関係事項 関税行政』東洋経済新報社、2004年。
- ・財務省財務総合政策研究所財政史室編『平成財政史 平成元－12年度 第7巻国際金融・対外関係事項 関税行政』大蔵財務協会、2018年。
- ・関 要「自主規制規則の整備について－日本証券業協会関係」『証券業報』1992年2月増刊号。
- ・日本証券業協会『統合十年の歩み』1983年12月。
- ・日本証券業協会『外国証券取引のあらまし』1986年6月。
- ・日本業兼業協会『証券業報』各号。
- ・平田公一「日本証券業協会における自主規制の概要とその課題」『証券レビュー』2014年11月号。

11. 国際業務の展開

日本投資者保護基金 理事長

大久保 良夫

要旨

証券市場における海外との連関が深まる中で、国際環境に由来するリスクを的確に認識しながら、海外市場の知見や活力を日本の証券市場の機能強化に生かしていくには、海外市場の動向や国際的な議論を常に注視し、海外の関係機関との連携・協力を維持・強化していくことが不可欠である。日本証券業協会（日証協）は、この基本認識の下で、内外の経済情勢や市場動向、環境・人権意識の変化等を踏まえながら国際業務を展開してきた。

国際業務は、日証協があわせ持つ自主規制機関と業界団体としての役割・機能両方にまたがり、多様かつ広範なものとなっている。日証協は国際業務を通じて、証券規制に関する国際的な基準策定や議論に参画しながら、自らの組織改編や自主規制規則の見直しにあたっては、国際的な議論の動向や主要国の規制を踏まえて対応してきた。また、各国／地域の証券市場間のリンケージが緊密になる中、様々な形で海外関係機関との連携・協力を強化してきた。グローバルな課題への対応として、リーマンショック後の国際的な規制改革への提言のほか、気候変動や社会的課題への対応等持続可能性に関する国際的なアジェンダにも積極的に参画してきた。さらに、国際金融センターとしての日本の地位向上を目指した海外向けPR活動にも注力してきた。

本稿では日証協創設50年を機に、日証協が展開してきた国際業務を、その背景と戦略を論考しながら回顧する。

目次

1. はじめに
2. 国際業務の概観と特徴
 - 2.1. 概観
 - 2.2. 特徴
3. 自主規制に関するグローバルな基準・議論と日証協の対応
 - 3.1. IOSCOによるグローバルな基準設定
 - 3.2. 日証協の組織改編や自主規制見直しにおける海外事例の調査・研究
 - 3.3. 金融セクター評価プログラム（Financial Sector Assessment Program: FSAP）
 - 3.4. IOSCO協力会員諮問委員会（Affiliate Members Consultative Committee: AMCC）への参画
4. 海外関係機関との連携・協力
 - 4.1. 連携強化の背景
 - 4.2. 国際証券業協会会議（International Council of Securities Associations: ICSA）
 - 4.3. アジア証券人フォーラム（Asia Securities Forum: ASF）

- 4.4. 投資者保護・教育に関する国際的連携（IOSCO-C8・WIW、IFIE への参画）
- 4.5. IMF 世銀総会時のイベント開催（世界銀行、ICMA、SIFMA との連携）
- 4.6. 業務協力協定（Memorandum of Understanding: MOU）の締結
- 5. グローバルな課題への対応
 - 5.1. リーマンショックとその後の国際規制改革
 - 5.2. 持続可能性や ESG に関する国際的アジェンダへの参画
- 6. 日本市場の海外向け PR
 - 6.1. 海外向け情報発信の必要性
 - 6.2. 日本証券サミット
- 7. おわりに

1. はじめに

日本の証券市場は、我が国経済の成長とともに発展してきた。同時に、海外との交流、すなわち海外市場で培われた規制の枠組みや新たな商品・取引手法の導入、クロスボーダーの対内・対外投資、内外の証券会社・金融機関の相互参入等が、市場に広がりや厚み、そして活力をもたらしてきた。現在、日本の株式市場における海外投資家のプレゼンスは、売買高の 68.9%¹、保有高の 30.1%²を占めるに至っている。海外の証券会社・金融機関も日本において活発にビジネスを展開し、日本市場に活力を与えている。日本の証券会社においても海外でのビジネス、クロスボーダーの取引は重要な収益源となっている。もちろん海外からの影響はプラスのものだけではなく、海外で起きた数回の金融危機や市場の変動が日本にも大きなインパクトをもたらしてきた。

証券市場における海外との連関が深まることは不可避であるが、国際環境に由来するリスクを的確に認識しながら、海外市場の知見や活力を日本の証券市場の機能強化に生かしていくには、海外市場の動向や国際的な議論を常に注視し、海外の関係機関との連携・協力を維持・強化していくことが不可欠である。日本証券業協会（以下「日証協」と言う）は、この基本認識の下で国際業務³を展開してきた。

本稿では、日証協創設 50 年を機に、これまで展開してきた国際業務を振り返る。日証協はどのような国際業務を展開してきたのか。経済情勢や市場動向、環境・人権意識の変化を含め、どのような要因が国際業務の戦略・方針に影響を与えてきたのか。自主規制機関／業

¹ 東京証券取引所（以下「東証」と言う）及び名古屋証券取引所における 2022 年中の売り買い金額合計に占める割合。東証「投資部門別株式売買状況（二市場）」による。

https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/co3pgt00000058bj-att/stock_val_1_y22.pdf

² 2023 年 3 月末現在。東証ほか「2022 年度株式分布状況調査結果の概要」による。

<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/aocfb40000001ut8-att/j-bunpu2022.pdf>

³ 日証協では、外国証券投資の自由化が進んだ 1970～90 年代には、外国証券投資に関する受渡・決済方法、課税関係その他事務手続の整備も主要な国際業務と位置づけられていたが、本稿では、1980 年代半ば以降の国際交流、海外との連携・協力を中心に回顧する。なお、外国証券投資の自由化については、記念誌第 10 論文において論考される。

界団体双方の役割を担う日証協の特性にも留意しながら、次章以降、以下の視点・側面からこれらを回顧することとしたい。

- －国際業務の概観と特徴
- －自主規制に関するグローバルな基準・議論と日証協の対応
- －海外関係機関との連携・協力
- －グローバルな課題への対応
- －日本市場の海外向け PR

2. 国際業務の概観と特徴

2.1. 概観

日証協は、創設以来国際業務を深化・多様化させてきた。同時に、国内外の経済・市場動向、日本の経済・市場の国際的地位、規制に関する国際的な議論、内外の投資家・市場関係者の環境・人権問題等に関する意識の変化等に対応し、国際業務の戦略・取組みを見直してきた。これを概観すると以下のとおりである。

（1973 年（日証協創設）～ 2000 年ごろ：国際業務の始動）

日証協は 1973 年の創設以来（さらには前身の日本証券業協会連合会の時代から）、海外関係団体との間で視察団、研修生・インターンの受入れ／派遣等の国際交流を続けていた。日本の経済・証券市場の国際的地位向上に伴い、1980 年代半ば以降、日証協が主導して証券関係団体の国際組織（1988 年国際証券業協会会議（以下「ICSA」と言う）、1995 年アジア証券人フォーラム（以下「ASF」と言う））を創設したほか、証券監督者国際機構（以下「IOSCO」と言う）等における証券規制に関する国際的な議論にも参画していった。

（2000 年ごろ～ 2010 年代半ば：国際業務の拡大と多様化）

経済・市場のグローバル化が進展する中、日証協は、関係する国際組織の総会主催、海外関係団体との連携強化（業務協力協定（MOU）の締結等）やアジア太平洋地域の新興市場向け技術支援の枠組み創設等国際業務を拡大していった。IOSCO 自主規制機関諮問委員会（SROCC）の議長を務めたほか、リーマンショック後の国際的な規制改革の議論にも参画した。他方、日本の証券市場の魅力・利点を積極的に海外に発信するため、日本証券サミット等海外向け PR 活動を開始した。

（2010 年代半ば以降：国際業務における新たな状況・課題への対応）

地球温暖化、世界的な ESG 意識の高まり、国連サミットにおける「持続可能な開発目標（以下「SDGs」と言う）」採択等を受け、日証協は ESG / SDGs に貢献する国際イベント開催等に取り組んだ。また、投資者保護・教育に関する国際的連携の動きが強まる中、IOSCO 第 8 委員会（C8）への参加、世界投資者週間（以下「WIW」と言う）への協力、投資者教育国際フォーラム（以下「IFIE」と言う）の活動への参画等を進めた。さらに、急速に拡大してきた中国の市場・業界との連携強化を図るため、日中資本市場フォーラムの運営にも参画した。他方、2020 年以降新型コロナウイルス感染症の蔓延に伴い、数多くの国際イベントがオンライン開催を余儀なくされるなど、国際業務も多大な影響を受けた。

2.2. 特徴

日証協は、自主規制機関と業界団体としての役割・機能をあわせ持つ組織である。このため、国際業務はその両方の役割・機能にまたがり、多様かつ広範なものとなっている⁴。

自主規制関連の国際業務としては、公正かつ効率的な証券市場の構築を目指す、IOSCOをはじめとする国際機関での議論への参画といったマルチラテラルな取組みのほか、米国金融業規制機構（以下「FINRA」と言う）等海外の自主規制機関との情報交換・協働といったバイラテラルな取組みを行っている。また、日証協の組織改編や自主規制規則の見直しの際に行った、IOSCOにおける自主規制に係る原則や議論のフォローアップ、米国等主要国の自主規制の仕組み・動向に関する調査・情報収集等も自主規制関連の国際業務の一環と言える。

業界団体関連の国際業務としては、日本の証券市場及び業界のさらなる発展と活性化に資する、日本市場の国際的プレゼンスの向上を図る海外向けプロモーション、国際的な規制改革における日本の業界からの提言、新興市場を支援し相互に裨益する関係構築を目指す技術支援、投資者教育に関する海外の関係機関との経験・知見の共有等が主な取組みとなっている。

また、これらすべての活動を効果的に推進するための海外関係機関との連携強化、証券関係の国際組織の組成及びその運営・議論への参画も積極的に進めてきた。

コラム記事 1：日証協の国際業務担当部署

日証協の創設後しばらくの間は、国際業務を専門に担当する部署が存在しない期間が続いた。その後、外国部、国際部、総務部国際グループ等の名称を持つ部署が設けられたが、日証協内のすべての部署がその所掌事項について国際的な渉外業務を担うべきとの発想から、国際業務の専担部署が置かれない時期もあった。国際業務の増大に伴い専担部署の必要性が認識され、2005年10月に改めて国際部が設けられ現在に至っている。また、2019年7月には自主規制部門に国際規制調査室が設けられ、自主規制関連の海外調査・渉外業務は同室で所掌することとなった。

⁴ すべての国際業務を自主規制関連と業界団体関連に明確にすみ分けることは不可能である。国際的な規制改革の議論における意見提出、新興市場に対する技術支援、投資者教育に関する国際的連携等は、両方の役割・機能に関連している。

コラム記事 2：国際関係懇談会

国際業務が拡大・多様化し、リーマンショック後のグローバルな規制改革が進展する中、2009年7月、日証協は国際関係懇談会を設置した（初代議長は吉國眞一みずほ証券シニアアドバイザー（当時））。同懇談会は、日本の証券界の意見をより機動的かつ的確に国際的な議論や市中協議に反映させるとともに、日証協の国際業務の戦略、海外広報活動等への助言を得るため、会員会社・関係機関の役職員及び有識者を委員として設けられた。同懇談会では、日証協の国際業務に関する提言・助言のほか、在日外国大使、外国規制当局者、海外関係機関の代表その他有識者等をゲストに招き、懇談会委員との間で情報・意見交換を行っている。

3. 自主規制に関するグローバルな基準・議論と日証協の対応

日証協は現在、金融商品取引法の下で認可された我が国唯一の認可金融商品取引業協会として、日本国内で証券業務を行う証券会社・金融機関等を対象とする自主規制機関として存立している。そもそも証券市場は、取引所等をはじめとする市場関係者が取引の確実性や効率性を確保するためにルールを作り、執行を確保してきたものであり、もとより証券市場における自主規制は日本独自のものではなく、証券市場の発展とともに米国をはじめとする諸国において発展・進化し⁵、国際的にもその役割が認知され、証券規制の体系の中に取り入れられてきた。

このことから、日証協は、自主規制を含む証券規制に関する主要国の動向、国際的な議論を十分に調査・考慮しながら、自らの組織改編や自主規制規則の立案・検討を進めてきた。証券規制に関する海外の制度・動向を常にフォローすることは、日証協の自主規制関連の国際業務における重要な役割の一つである。

⁵ 米国証券業の自主規制については、河村賢治（2012年6月）「委託研究 米国証券業の自主規制に関する調査・研究報告書」、日本証券業協会『自主規制のあり方に関する検討懇談会—これまでの対応状況について（最終報告）』別紙1参照。

https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukiseik/image/20120608_kisokuarikata.pdf

コラム記事3：証券市場における自主規制機関⁶

証券市場取引は基本的に民間私人間の取引であり、歴史的には、法制や制度に応じて政府の認可や承認を得つつ、証券取引の仲介業者が証券取引所等を中心にルール作りを担ってきた。例えば、米国では、1792年にニューヨークの株式仲介人24人が協定（Buttonwood Agreement と呼ばれる）を結び、相互の取引ルールを策定して順守してきた歴史があり、また1939年には、全米証券業協会（National Association of Securities Dealers, NASD、2007年に金融業規制機構（Financial Industry Regulatory Authority, FINRA）と改称され、ニューヨーク証券取引所の取引参加者規制部門を吸収している自主規制機関）が証券法上も自主規制機関として認定され、証券取引委員会（SEC）の監督と連携の下に、証券業の規制を担っている。カナダでは、証券規制は州政府（provincial governments）のそれぞれの証券取引委員会が担っているが、自主規制機関であるカナダ投資規制機構（Canadian Investment Regulatory Organization, CIRO）が全国的に証券会社・投信販売業者や取引所の自主規制を担っている⁷。また、各法域の実情は様々であるが、コロンビア（AMV）、ブラジル（ANBIMA）、台湾（CTSA）、韓国（KOFIA）、中国（SAC）などでも、自主規制機関が証券市場の自主規制を担っている。

3.1. IOSCO によるグローバルな基準設定

IOSCO では、そのコンセプトペーパーとも言える「証券規制の目的と原則」（“Objectives and Principles of Securities Regulation”）を1998年9月に公表し、自主規制の原則について以下のとおり定めた⁸。

「B. 自主規制に関する原則

6. 規制体制は、市場の規模や複雑性に応じて、権限の及ぶ範囲で一定の直接的な監督責任を果たす自主規制機関を適切に活用すべきである。
7. 自主規制機関は、規制当局の監督に服し、権限や委任された責務を遂行する際には、公正性と守秘義務の基準を遵守すべきである。」

その後、同文書は数次にわたり改訂されることとなるが、自主規制の原則については、

⁶ 大久保良夫（2014年6月）「国際的金融規制改革と日本—金融市場の自主規制に関する一考察—」、早稲田大学『アジア太平洋討究』23巻 pp. 150-151 参照。

https://waseda.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=25420&item_no=1&p0age_id=13&block_id=21

⁷ カナダでは、各州の証券取引委員会の相互調整を行う組織として Canadian Securities Administration（CSA）が設けられている。また、2023年1月、Investment Industry Regulatory Organization of Canada（IIROC）と Mutual Fund Dealers Association of Canada（MFDA）が合併し、新たな自主規制機関が発足し、同年6月、Canadian Investment Regulatory Organization（CIRO）と命名された。

⁸ 原文は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf> 参照。

2010年6月に以下のとおり改訂された⁹。

「B. 自主規制に関する原則」

9. 規制システムが、権限の及ぶ範囲で一定の直接的な監督責任を果たす自主規制機関を利用する場合には、当該自主規制機関は、規制当局の監督に服し、権限や委任された責務を遂行する際には、公正性と守秘義務の基準を遵守すべきである。」

改訂前の原則では、自主規制の活用を薦めていたが、改訂後は、自主規制を使うか使わないかは各法域の判断に任せ中立的であり、使う場合の枠組みと遵守すべき規範についてののみ定めるものとなっている¹⁰。

IOSCOは、「証券規制の目的と原則」がどの程度遵守されているかを各法域の当局自身もしくは第三者機関が査定する際のガイダンスとして、遵守状況の評価方法書（“Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation”、以下「メソドロジー」と言う）を公表している。ここには、「証券規制の目的と原則」の各項目について、査定の際の着眼点（Key Issues）、尋ねるべき質問（Key Questions）、評価基準（Benchmarks）、説明のための注釈（Explanatory Notes）が記されている。メソドロジーは、2008年2月に初版が公表され、その後数次にわたり改訂されている。自主規制にかかるメソドロジーの記述は、上述の「証券規制の目的と原則」の2010年の改訂を踏まえ、2013年公表のバージョンで改訂されている¹¹。

3.2. 日証協の組織改編や自主規制見直しにおける海外事例の調査・研究

日証協は、創設以来数次にわたる組織改編や幾多の自主規制規則の見直しを行ってきた。その際、改編や見直しの結果が国際的なスタンダードに照らして妥当なものであることを確保するため、必要に応じ事前に米国をはじめとする海外の事例、国際的な議論の動向を調査・確認してきた。

日証協の組織が現在のように自主規制部門と証券戦略部門に峻別されるようになった2004年の組織改編は、協会内の諸会議体での様々な議論を経て、自らの判断により進められたものである。一方、この当時、国際的にも自主規制に関する基準設定や議論が活発に行われており、日証協の組織改編は、以下のような国際的な議論等の方向性とも軌を一にしているものであった。

- 1) 前述（3.1）のとおりに、IOSCOは1998年に「証券規制の目的と原則」を公表し、その中で自主規制に関する原則を定め、その解説において自主規制に伴う利益相反の可能

⁹ 原文は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> 参照。

¹⁰ この改訂の背景には、

- ・1990年代末以降取引所の営利企業化が進み、取引所の市場運営と自主規制機能との利益相反に関する懸念が高まったこと、
 - ・取引参加者が多様化・巨大化する中で、業界の拠出で成り立つ自主規制機関の中立性・透明性に関する懸念、利益相反の可能性などが意識される法域もあったこと
- 等があると言われる。

¹¹ 現時点で最新であるメソドロジーの自主規制に関する部分は下記参照。

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf> pp. 53-62

性について以下の注意喚起を行っている¹²。

「自主規制機関の有効性は、利益相反のために損なわれる可能性がある。規制当局は、利益相反が起こり得る可能性を監視し、また、それに対処すべきである。規制当局は、自主規制機関が市場参加者（当該自主規制機関のメンバーであるか否かは問わない）についての貴重な情報を得ることができるが故に生じる利益相反を確実に防がなければならない。自主規制機関がメンバーの監督と市場規制の双方を担っている場合、利益相反が生じるリスクは高まり得る。」

- 2) 2002年10月に金融セクター評価プログラム（Financial Sector Assessment Program: (以下「FSAP」と言う)）（後述3.3）に基づく国際通貨基金（以下「IMF」と言う）の審査ミッションが来日し、その際、日証協に關係する証券分野の自主規制については、“Fully Implemented”（IOSCO原則は完全に履行されている）との評価を受けたものの、
- ・金融庁・証券取引等監視委員会・日本銀行・取引所・日証協等自主規制機関の間で規制の重複が存在すること、
 - ・いくつかの自主規制機関において利益相反の可能性があること
- が指摘された¹³。

2004年の組織改編の後、幅広い金融商品について包括的・横断的な利用者保護の枠組みを整備する金融商品取引法の施行（2007年）に伴い、証券市場の自主規制機関が合同で「金融商品取引業協会懇談会」を組成し、新法下での自主規制機関のあり方、中長期的な自主規制機能のあるべき姿、自主規制機関どうしの横の連携強化について検討した。その際もIOSCOの国際基準等を勘案しつつ検討が行われた。

さらにリーマンショックを経て、日証協を取り巻く環境も大きく変化する中、日証協における望ましい自主規制規則のあり方に関する考え方を整理することを目的に、2009年9月、自主規制会議の下部機関として「自主規制規則のあり方に関する検討懇談会」が設置された。同懇談会では、英国金融サービス機構（Financial Services Authority: FSA）（当時）におけるプリンシプル・ベースの規制・監督やコスト・ベネフィット分析の実態について調査したほか、2010年2月には米国FINRA等への訪問調査¹⁴を行うなど、海外の自主規制機関等の

¹² この文言は最新のメソドロジー（2017年）（脚注11）においても、わずかな文言の修正はあるものの維持されている。

¹³ 翌年9月に公表された日本に関するFSAPの報告書（p.44）には以下の記載がある。

「39. 自主規制機関（IOSCO）原則6及び7：日本は自主規制を広範かつ有効に活用しており、両原則は完全に履行されている。総じてみると、自主規制機関は寛大すぎることも厳格すぎることもなく、市場により近い事項にかかる規制を提供していると認識されているようである。しかしながら、懸念も存在する。第一に、あまりにも多くの規制機関の機能及び（ある程度まで）権限が、自らも監査を行っている金融庁及び証券取引等監視委員会、さらには証券取引所、日証協、日本銀行と重複している可能性がある。また、このうちいくつかの機関は、同じ不正行為について同一業者を処罰する可能性がある。監査については調整の努力が行われているが、業者による報告は重複している。第二に、いくつかの自主規制機関では、自主規制機関、業界団体、市場運営機関として時に利益相反する役割を適切に担う必要がある。」

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/30/Japan-Financial-System-Stability-Assessment-16865>

¹⁴ 同調査団のFINRA、米国証券業金融市場協会（SIFMA）等訪問先との面談設定・調整は、日証協国際部のネットワークを利用して行われた。

実情も参考にしながら、自主規制規則のみならず日証協の自主規制業務全般のあり方について議論を行った。

同懇談会は2010年6月の中間論点整理において上記調査・研究に基づく提言を行い、日証協の自主規制において、英国のプリンシプル・ベースの規制やコスト・ベネフィット分析、米国のFINRAに倣った問題の早期発見・対応（ATC、Ahead of The Curveの略）の手法等が取り入れられることとなった。同懇談会ではさらに継続検討課題として、自主規制機関（金融商品取引業協会）への加入義務づけ、自主規制と独占禁止法との関係について、米国における法制・慣行に関する学術的な調査・研究を委託し、その成果は2012年6月の同懇談会の最終報告に掲載されている¹⁵。

3.3. 金融セクター評価プログラム（Financial Sector Assessment Program: FSAP）

IMFは、アジア通貨危機（1997年）等に対する反省を踏まえ、各国の金融セクターの安定性及び発展段階を評価するため、FSAPを1999年に導入した。日本を含むシステム上重要と見なされる32カ国及びユーロ圏については、原則として5年ごとに評価が行われる（2023年9月末現在）¹⁶。

FSAPでは通常、金融セクターの安定性評価とともに、G20等で合意された金融規制がどの程度導入・実施され、市場や規制の枠組みがどの程度まで国際基準に適合しているかについての評価報告も作成される。証券分野については、IOSCOのメソドロジー（前述3.1）に照らして審査される。評価報告では取組みが必要な事項についてはその実施が求められるが、拘束力を持つものではない。

日本のFSAPは現時点までに3回実施されており、2003年、2012年及び2017年に各回の報告書が公表されている。各回の証券分野の規制に関するIMFの指摘事項は、概ね以下のとおりである。

（2003年9月公表の報告書）

前述（3.2）のとおり、証券分野の自主規制については、原則は完全に履行されているとの評価を受けたものの、規制機関の間での規制の重複、いくつかの自主規制機関における利益相反の可能性が指摘された。

（2012年8月公表の報告書）¹⁷

前回同様、日本の証券市場の法規制の枠組みは、IOSCO原則を高いレベルで遵守していると評価された一方、小規模証券会社の監査強化、課徴金制度の拡充、金融庁の人材確保・独立性向上、新たなリスクやシステミック・リスクの把握と対応に向けた体制整備等の課題

¹⁵ 村田淑子（2012年6月）「委託研究 米国の証券業における自主規制と競争法（反トラスト法）との関係」、日本証券業協会『自主規制のあり方に関する検討懇談会—これまでの対応状況について（最終報告）』別紙2

<https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/houkokusyo/kisokuarikata.html>

¹⁶ FSAPの詳細は<https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2023/financial-sector-assessment-program-FSAP> 参照。

¹⁷ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Japan-Financial-Sector-Stability-Assessment-Update-26137> pp. 95-115

が指摘された。

(2017 年 9 月公表の報告書)¹⁸

日本の証券会社は、グローバルに活動する大規模なものから国内専業で限られた業務のみ行うものまで非常に多様であるが、規制及び監督は、当局と自主規制機関の役割分担により十分なカバレッジを達成していると評価された。一方、効果的なオフサイト・モニタリングとリスクベースの臨店監査の組合せ、海外当局との協力・連携、顧客資産の分別管理についての監督強化等をさらに進めることが推奨された。

3.4. IOSCO 協力会員諮問委員会 (Affiliate Members Consultative Committee: AMCC) への参画

証券規制における国際的な基準策定機関である IOSCO は、元々 1974 年に設立された米州証券監督者協会を母体とし、1980 年代に入り欧州・アジアの機関が加盟し、1986 年に現在の名称に改められ、公式に全世界をカバーする国際機関となった。その後 1989 年に IOSCO では、協力会員¹⁹である自主規制機関をメンバーとする自主規制機関諮問委員会 (SROCC) が設けられた。同委員会は、協力会員の属性の多様化に伴い、2013 年 9 月に協力会員諮問委員会 (Affiliate Members Consultative Committee: (以下「AMCC」と言う)) に名称変更された。AMCC の主な機能としては、協力会員相互の情報交換のほか、自主規制機関をはじめとする協力会員の知見及び意見を IOSCO の政策委員会の議論に反映させ、グローバルな規制環境の適正な整備に資することとなっている。同委員会の会合は通常年 2 回開催されている (IOSCO 年次総会時の会合及び中間会合)。現在同委員会には 73 の機関が加入している (2023 年 9 月末現在)²⁰。

日証協は、日本の証券市場の国際化の進展に伴い、証券規制に関する国際的な議論に参画していくため、1991 年に協力会員として IOSCO に加盟した。また、2006 ～ 2012 年には日証協が SROCC の議長を務めた²¹。日証協の議長在任中、同委員会では、新型コロナウイルス等の伝染病蔓延等非常時における規制緩和に関する提言、証券業者の業務の外部委託に関する自主規制機関による監査のチェック・ポイントの作成、自主規制担当スタッフ向けの研修教材の作成

¹⁸ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/09/18/Japan-Financial-Sector-Assessment-Program-Technical-Note-Regulation-and-Supervision-of-45262> pp. 4-5

¹⁹ IOSCO のメンバーには、正会員 (Ordinary Member)、準会員 (Associate Member)、協力会員 (Affiliate Member) の区分がある。日本からは、金融庁、経済産業省及び農林水産省が正会員として、証券取引等監視委員会が準会員として、日証協及び日本取引所グループが協力会員として、それぞれ加盟している。

²⁰ 加入機関は <https://www.iosco.org/about/?subsection=membership&memid=3> 参照。

²¹ 2006 年 6 月～2008 年 6 月渡辺達郎副会長 (当時)、2008 年 7 月～2012 年 5 月大久保良夫専務理事 (就任当時、後に副会長) が議長を務めた。

と集合研修の実施、自主規制機関の役割に関するスタディ（世界銀行と協働）²²、自主規制機関による金融危機への対応に関する意見・情報交換等に取り組んだ。議長退任後も、同委員会及び後継の AMCC の活動には積極的に参画している。

また、日証協は、自主規制業務に深く関わるリテール証券市場に関する IOSCO 第 8 委員会（Committee 8: C8）の活動（後述 4.4）にも参画しているほか、IOSCO の市中協議において積極的に意見発信を行う（後述 5.1）とともに、議論の結果公表された各種の最終報告書を日本語訳し、規制に関するグローバルな議論の進展について、協会員をはじめ国内関係者に継続的に情報還元している。直近では、IOSCO は、リテール証券市場における新たな課題（オンライン化、SNS の影響力の増大、ゲーミフィケーション技術の利用等）や、急速に拡大し基準の策定が進展するサステナブル・ファイナンス等に優先的に取り組んでおり、日証協はこうした議論にも積極的に参画している。

4. 海外関係機関との連携・協力

海外の主要な証券市場では、日証協のカウンターパーティとなる機関が自主規制機関あるいは業界団体として大きな役割を担っている。例えば、米国では、FINRA（前述 3. のコラム記事 3 参照）が自主規制機関として、証券業金融市場協会（以下「SIFMA」と言う）²³ が業界団体として機能している。欧州では、国際資本市場協会（以下「ICMA」と言う）²⁴ が国際債券市場を中心とするスタンダードセッターとして、GMRA²⁵ の策定・普及、グリーンボンド原則の策定等において主導的な役割を果たしている。

日証協はその国際業務を通じて、これら海外の証券関連の自主規制機関・業界団体その他関係機関との連携・協力を強化してきた²⁶。本章では、その背景・要因を回顧するとともに、主な事例を紹介する。

4.1. 連携強化の背景

日証協は、特に 1980 年代半ば以降、海外との連携・協力の拡充・強化に注力してきた。

²² SROCC が協力して世界銀行が主な証券市場における自主規制に関する調査報告書を作成した。

John Carson (2011), Self-regulation in Securities Markets, Policy Research Working Paper 5542, The World Bank

<https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/337711468340157842/self-regulation-in-securities-markets>

本報告書の日本語訳は、日証協のウェブサイトに掲載されている。

https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/houkokusyo/self-regu_20110805.html

²³ 2006 年に Securities Industry Association (SIA) と The Bond Market Association (TBMA) が合併し、Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) が創設された。

²⁴ 2005 年に International Securities Market Association (ISMA) と International Primary Market Association (IPMA) が合併し、International Capital Market Association (ICMA) が創設された。

²⁵ Global Master Repurchase Agreement（レポ取引（日本の新現先取引に相当）の契約雛形）

²⁶ 人事交流においても、旧 NASD への職員（研修生）派遣、韓国証券業協会（旧 KSDA）からの職員（研修生）受入れ、ICMA からの紹介によるインターン受入れ、ICMA への職員の出向等を行ってきたほか、証券経済研究所や国際金融情報センターの海外事務所にも職員を出向させ、海外事情の的確な把握等に努めてきた。

この背景として、以下の要因が指摘できよう。

1985年9月のプラザ合意は、日本の経済・市場の国際的地位向上とともに、その国際化を象徴するイベントであった。日本の証券市場も海外から隔絶された存在ではあり得ず、その着実な拡大・発展とともに海外との連関が強まり、海外の経済・市場の動きが日本に及ぼす影響、逆に日本の動向が海外にもたらす影響のいずれもが増大してきた。これに伴い、証券市場・業界においても、海外関係機関との機動的な情報交換、規制等共通の課題に関する意見交換・見解共有の必要性が格段に高まっていた。

一方、特に1990年代以降、アジア太平洋地域の経済・証券市場は著しい発展を遂げた。日本に近接する同地域の各経済・市場が順調に整備され発展していくことは、日本にも裨益するところが大であることから、政府レベルの開発援助だけでなく、民間レベルの技術移転／支援も拡充されていった。日証協も、同地域の域内協力を促進するスキームを創設するとともに、同地域向けの技術支援に積極的に取り組んでいった。

4.2. 国際証券業協会会議 (International Council of Securities Associations: ICSA)

1987年10月19日月曜日、世界的な株価暴落が発生した。いわゆる「ブラックマンデー」である。ニューヨーク市場の株価は一日で22.6%下落し、その影響は瞬く間に世界中に波及していった。このことは世界の証券市場関係者に、市場の自由化及び情報伝達の迅速化により各国・地域の証券市場が極めて緊密にリンクしていることを認識させた。

これを踏まえ、日証協（田淵節也会長（当時））は、海外の主要な証券関係自主規制機関及び業界団体に呼びかけ、意見交換と相互理解の促進、より効果的な自主規制機能の実現を目的に、ICSAの創設を提案した²⁷。

1988年12月7日、同提案に賛同した米国（2機関）・英国（2機関）・カナダの関係機関及び日証協の6機関がメンバーとして参加し、ICSAの創立総会が東京で開催された（韓国の関係機関もオブザーバーとして参加）。同総会では、メンバー機関から各市場の動向や規制上の課題が報告されたほか、宮澤大蔵大臣（大蔵事務次官が代理出席）、澄田日本銀行総裁、長岡東京証券取引所理事長（いずれも当時）らがゲストスピーチを行った。

以後、ICSAではメンバーが持ち回りで毎年総会を開催している²⁸。日本では、上記1988年の創立総会（東京）以降、1992年（大阪）、2006年（東京）に開催されている。

ICSAの事務局機能は、創設からしばらくの間は日証協が担っていたが、その後米国証券業者協会（SIA）（後に米国証券業金融市場協会（SIFMA）に改編）、次いでカナダ投資業協会（IIAC）に引き継がれ、現在はフルタイムの事務局長がICMAのロンドンオフィスに常駐している。

メンバーは創設時から大きく変わり、現在では業界団体機能を主に担う機関が多数を占めている。これに伴い、ICSAの活動も当初行っていた業界としてのベストプラクティスの策

²⁷ ブラックマンデーがICSA創設の一つの契機となったことは、日証協が作成した創設提案趣意書のほか、現在のICSAのホームページのHistoryの項でも言及されている。

<https://icsa.global/history>

²⁸ 2020年、2021年はコロナ禍により、オンラインで開催された。

定や投資者教育の在り方に関する検討等自主規制色の強い活動から、規制に関する業界としての提言を中心とするアドボカシーや問題意識・知見の共有等に力点を移している（図表1：ICSA メンバーリスト参照）。

図表1 国際証券業協会会議（International Council of Securities Associations: ICSA）
メンバーリスト

（2023年9月30日現在）

機関名	国／地域
（正会員 17 機関）	
アジア証券業金融市場協会（ASIFMA）	アジア
豪州金融市場協会（AFMA）	豪州
台湾証券業協会（CTSA）	台湾
ボンベイ証券取引所参加者協会（BBF）	インド
日本証券業協会（JSDA）	日本
韓国金融投資協会（KOFIA）	韓国
トルコ資本市場協会（TCMA）	トルコ
欧州金融市場協会（AFME）	欧州
国際資本市場協会（ICMA）	欧州
デンマーク資本市場協会（CMD）	デンマーク
フランス金融市場協会（AMAFI）	フランス
ドイツ証券取引所参加者協会（BWF）	ドイツ
イタリア金融仲介業者協会（ASSOSIM）	イタリア
スウェーデン証券市場協会（SSMA）	スウェーデン
ブラジル金融資本市場協会（AMBIMA）	ブラジル
カナダ投資業協会（IIAC）	カナダ
米国証券業金融市場協会（SIFMA）	米国
（客員会員 3 機関）	
メキシコ証券業協会（AMIB）	メキシコ
ニュージーランド金融市場協会（NZFMA）	ニュージーランド
タイ証券業協会（ASCO）	タイ

出所：日本証券業協会

4.3. アジア証券人フォーラム（Asia Securities Forum: ASF）

1990年代に入ると、アジア太平洋地域は、その急速な経済発展により世界経済において重要な地位を占めるに至り、同地域の発行体による域内外資本市場での資金調達、同地域への証券投資も大幅に増大した。同地域が成長力を維持し、域内の証券市場が着実に発展し続けるためには、域内の証券市場・業界間の連携と相互協力を促進していくことが重要であるとの認識が高まった。

これを踏まえ、日証協（土井定包会長（当時））は、同地域の証券関係団体や業界のリーダーに対し、ASFの創設を提案した。

この呼びかけにより、同地域の12の証券市場—中国、香港、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイ、オーストラリア及び日本—の証券関係団体・業界人が参集し、1995年4月10、11日の両日、東京で同フォーラムの創立総会が開催された。同会合では、各市場の代表から、各市場の動向や当面の課題について報告があり、参加者間で意見交換が行われた。また、ゲストスピーカーとして、武村大蔵大臣、山口東京証券取引所理事長、佐藤アジア開発銀行総裁（いずれも当時）が講演を行った。

同会合参加者は、グローバル取引の増大と市場間リンケージの緊密化が進む中で、アジア太平洋地域の証券市場関係者が共通する課題に協力して取り組むことが有益であるとの認識を共有し、同フォーラムの会合を毎年定期的に開催することに合意した。この合意を踏まえ、ASFでは原則として毎年メンバーが持ち回りで会合を開催している²⁹。日証協は、ASFの創設以来その事務局を務めているほか、これまで日本において年次会合を6回主催している（1995年創立総会（東京）、1998年（神戸）、2000年（東京）、2005年（京都）、2011年（大阪）、2017年（東京））。

ASFのメンバーは順調に拡大し、現在では域内の証券市場を代表する28機関が参加している（図表2：ASFメンバーリスト参照）³⁰。

²⁹ 2020～2022年はコロナ禍により、オンラインで開催された。

³⁰ ASF規約（Constitution）第3条は、メンバーの適格性を以下のように規定している。

「ASFは、アジア太平洋地域*¹の証券関連の業界組織により構成される。各組織は、自主規制機関、業界団体又は個別会社の長（もしくは上級役員）により代表される。

* 1 本規約におけるアジア太平洋地域とは、アジア開発銀行の域内加盟国（地域）又は国際連合アジア太平洋経済社会委員会（ESCAP）の加盟国又は準加盟国（地域）（フランス、オランダ、英国及び米国を除く）を指す。」

<https://www.asiasecuritiesforum.org/wpdata/wp-content/uploads/2023/08/ASF-Constitution.pdf>

図表2 アジア証券人フォーラム（Asia Securities Forum: ASF）
メンバーリスト

（2023年9月30日現在）

機関名	国／地域
（メンバー 28 機関）	
アジア証券業金融市場協会（ASIFMA）	アジア
国際資本市場協会（ICMA）アジア太平洋地域事務所	アジア
豪州金融市場協会（AFMA）	豪州
証券・投資助言業協会（SIAA）	豪州
中国証券業協会（SAC）	中国
台湾証券業協会（CTSA）	台湾
香港証券業協会（HKSA）	香港
インド証券取引所参加者協会（ANMI）	インド
ボンベイ証券取引所参加者協会（BBF）	インド
インドネシア証券業協会（APEI）	インドネシア
イラン機関投資家協会（IIIA）	イラン
イラン証券取引仲介者協会（ISEBA）	イラン
日本証券業協会（JSDA）	日本
韓国金融投資協会（KOFIA）	韓国
マレーシア証券業協会（ASCM）	マレーシア
モンゴル証券業協会（MASD）	モンゴル
ニュージーランド金融市場協会（NZFMA）	ニュージーランド
パキスタン証券仲介者協会（PSBA）	パキスタン
フィリピン証券業協会（PASBDI）	フィリピン
ロシア全国金融協会（NFA）	ロシア
シンガポール証券業協会（SAS）	シンガポール
コロンボ証券仲介者協会（CSBA）	スリランカ
タイ証券業協会（ASCO）	タイ
タイ債券市場協会（ThaiBMA）	タイ
トルコ資本市場協会（TCMA）	トルコ
ウズベキスタン投資機関協会（NAII）	ウズベキスタン
ベトナム証券業協会（VASB）	ベトナム
ベトナム債券市場協会（VBMA）	ベトナム

出所：日本証券業協会

アジア通貨危機（1997年）を経て通貨スワップの枠組み等が整備され、アジアの金融資本市場の安定性・強靱性は格段に高まった。2000年代に入り、アジア太平洋地域の新興市場はそのプレゼンスをより高め、これらの市場のインフラがさらに整備され発展を加速させれば、日本を含む域内全体に裨益するところが大きいと考えられた。

これを踏まえ、日証協（越田弘志会長（当時））は、民間による技術支援の一環として、日本の証券市場の経験と知見をこれら新興市場の関係者と共有し、相互協力をさらに促進するため、2006年にASFセミナー（後にASF東京ラウンドテーブルと改称）を創設した。

このプログラムでは、日本政府当局や資本市場振興財団の協力を得つつ、アジア太平洋地域の証券市場を管轄する自主規制機関・業界団体・規制当局から参加者を募り、日本の証券市場における自主規制を含む規制の枠組み、取引・決済システム、投資者教育の取組み等を紹介するとともに、域内に共通する、あるいは各市場の課題について参加者が知見を共有し、意見交換を行う場を提供している。

同セミナーは、原則として毎年日証協が主催し東京で開催している³¹。創設以来十年以上にわたりこのプログラムを実施してきた結果、アジア太平洋地域の市場関係者の日本及び日本の証券市場に対する理解と親近感は着実に高まっている（図表3：ASF 東京ラウンドテーブルのプログラム(例)参照）。

図表3 ASF 東京ラウンドテーブルのプログラム（例）

日程	プログラム	担当
1日目 (月)	オリエンテーション、日本証券業協会（日証協）の概要	日本証券業協会
	日本の証券市場の歴史及び概要	証券系シンクタンク
	日証協の会費体系	日本証券業協会
	日証協の自主規制機能（自主規制の枠組み、自主規制規則）	日本証券業協会
	エクイティ市場（市場外取引、クラウドファンディング等を含む）	日本証券業協会
2日目 (火)	証券取引所の業務	日本取引所グループ
	公社債市場（債券市場の概要、債券価格公表制度）	日本証券業協会
	監査（協会監査、他機関との監査の分担）	日本証券業協会
	処分（処分の決定方法、規制当局への報告）	日本証券業協会
3日目 (水)	外務員資格制度・資格試験・登録制度	日本証券業協会
	証券会社役職員の研修制度	日本証券業協会
	紛争処理	FINMAC ^(注)1)
	投資者教育	日本証券業協会
	証券保管振替システムの概要	証券保管振替機構
	投資者保護基金の概要	日本投資者保護基金
4日目 (木)	証券会社のコンプライアンス体制の概要	国内証券会社
	証券市場規制の概要	金融庁
	証券取引等監視委員会の概要	証券取引等監視委員会
	IFIAR ^(注)2) 常設事務局の活動紹介	IFIAR 常設事務局
	IFRS ^(注)3) 財団東京事務所の活動紹介	IFRS 財団アジア・オセアニアオフィス
5日目 (金)	各参加者によるプレゼンテーション	参加者全員
	フィンテックを活用した証券ビジネス	外部講師
	ラウンド・テーブルディスカッション	外部講師（司会）・参加者
	セミナー総括	日本証券業協会

(注) 1) 証券・金融商品あっせん相談センター（略称：FINMAC フィンマック）。金融商品取引法に基づく指定紛争解決機関（金融 ADR 機関）。

(注) 2) 監査監督機関国際フォーラム（International Forum of Independent Audit Regulators: IFIAR）

(注) 3) 国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards: IFRS）

出所：日本証券業協会

³¹ 2020～2022年はコロナ禍により、代替のオンライン・イベントを開催した。

2010年代半ば以降、全世界的な ESG 意識の高まり、国連による SDGs の策定を踏まえ、ASF も環境・社会問題への対応をアジェンダに取り入れるが、これについては後述する(5.2.4)。

4.4. 投資者保護・教育に関する国際的連携 (IOSCO-C8・WIW、IFIE への参画)

2000年代には、エンロン事件(2001年)³²、ワールドコム事件(2002年)³³、マドフ事件(2008年)³⁴といった機関投資家までが被害を受ける大規模な不正会計・金融詐欺事件が発覚した。これら大規模な事件はメディアを賑わせたが、証券市場における不公正取引や個人(特に高齢者)を標的とする詐欺事件は全世界で発生している。一方、高齢化が進む多くの先進国においても、また、貧困撲滅さらには若年層の生活の安定が課題となっている多くの新興国においても、個人による合理的で効率的な資産形成・運用に関する知識の普及が重要な政策目標となっている。

こうした状況を踏まえ、各国・地域の規制当局・自主規制機関、それらをメンバーとする IOSCO は、不公正取引や詐欺から投資家を保護する方策及び効果的な金融投資教育のあり方に関する経験・知見を共有する必要性を認識し、数々の取組みを進めている。IOSCO では、2013年の組織改編において、代表理事会(IOSCO Board)の下に、各種課題を個別に協議する8つの委員会が設けられた。その一つである第8委員会(Committee 8: C8)では、各国・地域の当局と自主規制機関がメンバーとなり、個人投資家の保護と投資者教育に関する情報を交換し、有効な方策の策定に向け協議している。自主規制機関からは、日証協と米国の FINRA が参加している。

C8では、投資者保護と投資者教育に関する啓発のためのイベントである世界投資者週間(World Investor Week: WIW)を2017年以降毎年秋に開催している。同イベントでは、世界銀行や経済協力開発機構(OECD)の協賛も得て、現在では100以上の国・地域の当局・自主規制機関が参加し、各機関のウェブサイトや各種セミナー／ウェビナーの開催を通じて、あらかじめ策定した投資者保護や金融リテラシー向上に資するキーメッセージの普及・拡散を行っている。

日本では、2017年、2018年及び2019年に同イベントの開幕にあたるオープニング・セレモニーを金融庁・日本取引所グループ・日証協が協力して開催した。また、日証協では、毎年10月4日を「証券投資の日」と定め、証券投資に関する知識の普及を図る各種イベントの開催やオンラインでの情報提供を行っているが、これらを通じて WIW のメッセージを発信するなど、WIW のグローバルなキャンペーンに積極的に参画・協力している。

³² 米国の大手エネルギー会社エンロンが起こした巨額不正会計事件。粉飾決算疑惑発覚後の株価暴落、倒産(負債総額約160億ドル)により、多くの株主が資産を失い、従業員2万人以上が職を失った。

³³ 全米第2位の長距離通信会社であったワールドコムが不正会計処理に端を発して2002年7月に倒産した事件。その負債総額は前年のエンロン事件を上回る約410億ドルで、その時点で米国史上最大の倒産事例となった。

³⁴ ナスダック市場の創設等に関わり米国金融界の重鎮となったバーナード・マドフが、高利の運用を謳い取引一任を取り付け、国内外の個人／機関投資家から資金を集めていたが、実態は運用せず新規顧客からの資金を償還に充てていたネズミ講式の詐欺事件。被害総額は含み損ベースで約650億ドルと言われる。

一方、ICSA（前述 4.2）では、投資者教育に関するワーキンググループを設け、教育プログラムの基準やベストプラクティスに関する情報・意見交換を行っていたが、2005 年に同ワーキンググループが発展的に解消し分離独立するかたちで、投資者教育国際フォーラム（International Forum for Investor Education: IFIE）が創設された。IFIE には世界各国・地域の自主規制機関・業界団体・当局等約 30 機関がメンバーとして参加し、各種会合・研修セミナーの開催やウェブサイトを通じて、世界の投資者教育関係者による情報共有と課題解決に資するネットワーク作り、専門知識を活用した投資者教育のストラテジーとベストプラクティスの策定、実務に関する調査、情報の収集と共有を進めた。IFIE は 2007 年以降、IOSCO と共同で投資者教育に関するグローバル・カンファレンスを開催してきた。日証協（石倉宏一執行役（当時））は、2017 ～ 2019 年の間 IFIE の議長を務め、2018 年 4 月には、日証協が主催して上記グローバル・カンファレンスを東京で開催した。

4.5. IMF 世銀総会時のイベント開催（世界銀行、ICMA、SIFMA との連携）

2012 年 10 月、1964 年以来 48 年ぶりに IMF・世界銀行（以下「世銀」と言う）年次総会が東京で開催された。この総会期間中に日証協（前哲夫会長（当時））は、世銀との共催により資本市場セミナー「変貌する資本市場と日本」を開催した。

同セミナーでは、「世銀と日本のつながり及び世銀による日本市場での資金調達」、「欧州の債務危機及び市場動向」についての二つの基調講演と、「金融危機後の規制改革と金融産業の新たなビジネス・モデル」、「次世代のアジア債券市場における日本及び中国の役割」をテーマとする二つのパネルディスカッションが行われた。セミナーのプログラムは、日証協の海外関係機関との連携・協力関係を最大限に活用して構成し、前会長と世銀のマデリン・アントンシック副総裁（当時）のほか、来日していたマーティン・シェック ICMA チーフエグゼクティブ、ルネ・カーセンティ ICMA プレジデント、ケネス・ベンツェン SIFMA 副会長（いずれも当時）らが登壇した。

イベントには、国内外の証券・金融市場で活動する証券会社・金融機関・機関投資家をはじめ、政府当局・シンクタンク・報道機関から、250 名を超える参加者が来場した。

4.6. 業務協力協定（Memorandum of Understanding: MOU）の締結

日証協は、海外のカウンターパーティとなる自主規制機関・業界団体との間で情報・意見交換、視察団・研修生の派遣・受入れやイベント開催のための相互協力³⁵を積極的に進めてきた。いくつかの関係機関との間では業務協力協定（Memorandum of Understanding: MOU）を締結している。現時点で有効と考えられる MOU は図表 4 のとおりである（図表 4: MOU の締結実績参照）。

³⁵ 日証協が開催する海外イベント、相手先が開催する日本でのイベント双方を含む。

図表 4 業務協力協定（Memorandum of Understanding: MOU）の締結実績

（2023 年 9 月 30 日現在）

締結年月日	締結先機関
2006 年 5 月 22 日	韓国金融投資協会（KOFIA） ^{（注）1）}
2007 年 9 月 26 日	台湾証券業協会（CTSA）
2007 年 10 月 18 日	中国証券業協会（SAC）
2008 年 1 月 21 日	国際資本市場協会（ICMA）
2008 年 3 月 20 日	豪州金融市場協会（AFMA）
2012 年 6 月 12 日	トルコ資本市場協会（TCMA）
2012 年 11 月 26 日	米国金融業規制機構（FINRA）
2016 年 11 月 7 日	アスタナ国際金融センター（AIFC）（カザフスタン）
2016 年 11 月 21 日	モンゴル証券業協会（MASD）
2018 年 10 月 26 日	中国証券業協会（SAC） ^{（注）2）}
2023 年 6 月 23 日	モンゴル証券業協会（MASD） ^{（注）3）}

（注）1）締結当時は韓国証券業協会（KSDA）。

（注）2）2007 年に締結した MOU の改訂版。本 MOU に関する協力の具体的な枠組み等については、2019 年 4 月 22 日（第 1 回日中資本市場フォーラム開催時）に別途覚書を調印。

（注）3）2016 年に締結した MOU の改訂版。

（注）4）MOU 締結先リストは、日証協の下記英語版ウェブサイトに掲載されている。

https://www.jsda.or.jp/en/activities/international-cooperation/files/20230623_ListofMOU.pdf

出所：日本証券業協会

このうち、2012 年 11 月に FINRA との間で締結した「国際的な情報共有に関する覚書」は、自主規制機関相互の情報交換協定である。日証協と FINRA は MOU 締結前にも様々な情報交換を行ってきたが、本 MOU の締結により、日米の自主規制機関間の相互協力・情報交換に明確な根拠を設け、両国の法令と守秘義務等の下で可能な情報交換を行う枠組みが整備された。

FINRA 以外の関係機関との MOU は、友好儀礼的な意味合いを持っている一方、条文の書き方に違いはあるものの、概ね相互協力と情報交換の促進を定めている。MOU 締結先機関との間では、情報交換やイベント開催の面で具体的な相互協力が実現している。例えば、ICMA との間では、日証協による日本証券サミット開催（於ロンドン）を ICMA が、ICMA によるサステナブルボンド・カンファレンス開催（於東京）を日証協が支援するかたちで、相互協力が継続的に行われている（いずれも詳細は後述 6.2 及び 5.2.3）。また、中国証券業協会（SAC）との MOU は、2018 年に創設された日中資本市場フォーラム³⁶の枠組みにおける日中両証券界間の相互交流や情報交換をサポートするものとなっている。

³⁶ 2018 年 10 月の日中首脳会談において、日中証券協力（政府及び市場関係者による多層的な連携を主な内容とする、日中間の証券市場分野における協力強化の枠組み）が合意された。この枠組みの下で、「日中資本市場フォーラム」が創設された。その後第 1 回フォーラムは 2019 年 4 月に上海で、第 2 回及び第 3 回はコロナ禍により、それぞれ 2021 年 1 月、2022 年 9 月にオンラインで開催された。

5. グローバルな課題への対応

5.1. リーマンショックとその後の国際規制改革

米国・欧州のサブプライム問題に端を発し、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻（リーマンショック）に至った国際的な金融危機は、全世界の経済、金融資本市場に大きな打撃を与えた。この危機の発生プロセスでは、サブプライムローンの変調から証券化商品の価格急落やCDSの破綻が生じ、投資銀行等の流動性ポジションが急速に悪化した。これがレポ市場での調達不全やOTCデリバティブ市場、MMF市場、CP市場の混乱を招き、金融機関全体の資金流動性を悪化させ、貸出しの抑制から景気後退を招き、金融危機から経済危機へと発展していった³⁷。

危機の発生・拡大プロセスを省みて、特にその要因として、店頭市場における市場／取引情報の不足が予期しないシステミック・リスクを招いたこと、危機が瞬時に国境を越え全世界の市場に伝播していったこと、金融機関における収益に直結した昇進・報酬システム等過度なリスクテイクにつながるビジネス慣行・報酬インセンティブが存在したこと等が指摘された。また、危機の結果、金融システム救済のため納税者の負担で公的資金が注入されたことから、金融機関の秩序ある破綻処理の必要性も強く認識された。

危機により露呈したこれらの問題・課題に対処するため、G20・金融安定理事会（以下「FSB」と言う）・バーゼル銀行監督委員会（以下「バーゼル委」と言う）等においてグローバルな規制改革が進められる一方、米国におけるドッド・フランク法の制定、欧州におけるEU内の金融市場規制の統合等が進められた。これら一連の規制強化は、金融・証券市場の機能に疑問を呈するものではなく、むしろその機能が市場関係者の取組みにより確実かつ安定的に果たされることを期待したものであり、その流れの中で取り上げられた方策は、概ね以下のとおりである³⁸。

1) 金融機関の破綻を防ぐ主な方策

- ・自己資本比率規制の強化・流動性規制の導入（Basel III）
- ・システム上重要な金融機関（Systemically Important Financial Institutions: SIFIs）の選定と監督強化（SIFIsに対する国際的監督体制の構築、グローバル SIFIs の選定）
- ・インセンティブ構造の見直し（報酬に関する FSB のガイドライン、証券化商品組成機関に対するリスク保有義務（risk retention）規制等）
- ・金融機関の自己資金によるトレーディング業務の制限（米国の改革—いわゆる Volcker ルール、欧州でも同様の改革を検討）
- ・景気変動を助長するような金融規制（pro-cyclicality）の見直し（Basel III における景気変動抑制的な資本バッファの導入等）

2) 破綻処理が円滑に進むことを可能にし、また、一機関の破綻が他の機関に影響することを回避する主な方策

³⁷ 金融危機の発生プロセスとメカニズムについては、宮内惇至（2015）『金融危機とバーゼル規制の経済学』勁草書房 p.7 以降参照。

³⁸ 大久保前掲（脚注 6）pp. 147-148

- ・大規模な金融機関の秩序ある破綻処理のための方策（Key Attributes）
 - ・SIFIs に対する破綻時の対応計画の提出義務付け
 - ・店頭デリバティブ取引の取引所集中化、清算機関の強化
- 3) 金融システムに内在するリスクを投資家や規制当局が的確かつ早期に把握し得るための主な方策
- ・シャドー・バンキング改革（特に MMF の急激な資金流出に対する脆弱性の軽減、債券レボ市場慣習の見直し等）
 - ・店頭デリバティブ取引の改革、取引情報蓄積機関の強化
 - ・市場に参加する法人についての取引主体識別子（Legal Entity Identifier: LEI）の導入
 - ・高頻度取引・ダークプール等の取引手法に伴うリスクの検討
 - ・格付機関に対する規制の導入
 - ・LIBOR 問題等に起因する金融指標提示に関するガバナンス・監督体制の見直し
 - ・非協力的な国等（オフショア市場等）に対する対策
 - ・会計基準等の見直し

危機後の規制改革が進み、2010 年代半ばになると、強化された規制の副作用が指摘されるようになった。世界経済の成長率が低下し、超低金利下で金融機関の収益が圧迫される中で、金融機関が債券在庫を圧縮し、マーケットメイク業務から撤退するなどの動きが見られ、債券やデリバティブの円滑な取引が阻害された。また、ドル資金の調達難に直面する金融機関が増える一方、規制回避のインセンティブが働き、シャドー・バンキングへのシフトが進行した。規制改革の意図せざる影響が広がるにつれ、過剰な規制に対する懸念ひいては規制の見直し論が業界・市場関係者のみならず、各国の当局からも表明されるようになった³⁹。

上記国際的な規制改革及びその見直しの議論が進む中で、日証協は単独もしくは関係機関と連名で、各規制案の検討主体に対し、国際関係懇談会（前述 2.2 のコラム記事 2 参照）等に諮りつつ、日本の証券業界の意向を踏まえたコメントを提出した。リーマンショック後に国際的な市中協議等に際して、日証協が国際機関・海外当局あてに提出した主なコメントは図表 5 のとおりである（図表 5：リーマンショック後に日証協が国際機関・海外当局に提出した主なコメント参照）。

³⁹ 日本の金融庁は早い段階から過剰な規制に対する懸念を表明していた。例えば、“Rethinking Regulatory Reforms”, Thomson Reuters 6th Annual Pan Asian Regulatory Summit, October 13, 2015 等参照。

<https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20151013/01.pdf>

図表5 リーマンショック後に日証協が国際機関・海外当局に提出した主なコメント

(2023年9月30日現在)

年	月日	送付先	内 容
2009年	4月27日	FSB議長	(豪 AFMA、加 IIAC、英 LIBA、米 SIFMA との連名)：国際的な規制改革における FSB の活動への支援表明。規制の乱立や矛盾を避けるため市場関係者との対話促進を要請。
	5月29日	FSB議長	(加 IIAC、英 LIBA、米 SIFMA との連名)：前記レターの趣旨について具体例を挙げて重ねて要請。
	9月8日	FSB 常設委員会議長	(加 IIAC、英 LIBA、米 SIFMA との連名)：FSB 基準実施に関する常設委員会議長宛に、上記と同趣旨のレターを送付
2010年	4月16日	バーゼル委	市中協議「銀行セクターの強靱性の強化」及び「流動性リスク計測、基準、モニタリングのための国際的枠組み」に対するコメント提出
	9月10日	バーゼル委	市中協議「カウンターシクリカルな（景気変動抑制的な）資本バッファの枠組みに関する提案」に対するコメント提出
	10月1日	バーゼル委	市中協議「銀行の実質破綻時における規制資本の損失吸収力確保に関する提案」に対するコメント提出
2013年	8月21日	米 SEC	市中協議「クロスボーダー有価証券関連スワップ取引へのドッド・フランク法第7編の適用に係る独自の規則案及び解釈ガイダンス」に対するコメント提出
	11月28日	FSB	市中協議「シャドーバンキングの監視と規制の強化：証券貸借・レポ取引のシャドーバンキングリスクに対処するための政策提言」に対するコメント提出
2014年	3月18日	バーゼル委	市中協議「証券化商品の資本負担枠組みの見直し」（第2次）に対するコメント提出
2015年	2月12日	FSB	市中協議「証券金融取引（レポ・証券貸借取引等）のグローバルなデータ収集・集計に関する基準とプロセス」に対するコメント提出
	2月23日	IOSCO	市中協議「IOSCO クロスボーダー規制タスクフォース」に対するコメント提出
2016年	2月5日	バーゼル委	市中協議「簡素で、透明性が高く、比較可能な証券化商品の自己資本規制上の取扱い」に対するコメント提出
	9月21日	FSB	市中協議「資産運用・管理の活動から生じる構造的な脆弱性に対する政策提言」に対するコメント提出
	12月19日	米 CFTC	市中協議「スワップ・ディーラー及び主要スワップ取引参加者に適用される登録閾値及び外部業務行為基準のクロスボーダーでの適用について」に対するコメント提出
2017年	5月11日	FSB	市中協議「G20 金融規制改革の実施後の影響の評価のための枠組み案」に対するコメント提出
	11月17日	FSB	市中協議「固有商品識別子（UPI）のガバナンス・アレンジメント案（主要な評価基準および機能）」に対するコメント提出
2018年	5月28日	FSB	市中協議「固有商品識別子（UPI）のガバナンス・アレンジメント」（第2次）に対するコメント提出
2019年	3月26日	欧州委員会	市中協議「日本の証拠金規制等に関する同等性評価」に対するコメント提出（国際スワップ・デリバティブズ協会、全国銀行協会、生命保険協会、日本損害保険協会との連名）
2020年	2月14日	IOSCO	市中協議「社債による資金調達過程における利益相反に関するガイダンス」に対するコメント提出
	10月1日	IOSCO	市中協議「アウトソーシングに関する原則」に対するコメント提出
2021年	2月26日	IOSCO	市中協議「株式の流通市場におけるマーケットデータ」に対するコメント提出
	8月13日	IOSCO	市中協議「資産運用におけるサステナビリティ関連の実務、方針、手続及び開示に関する提言案」に対するコメント提出
	8月16日	FSB	市中協議「マネー・マーケット・ファンド（MMF）の強靱性向上のための政策提案」に対するコメント提出
2022年	3月17日	IOSCO	市中協議「個人投資家への流通とデジタル化」に対するコメント提出
	7月29日	ISSB	公開草案 IFRS S1「サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的要求事項案」に対するコメント提出
	7月29日	ISSB	公開草案 IFRS S2「気候関連開示案」に対するコメント提出
2023年	8月8日	ISSB	公開草案「SASB [®] スタンダードの国際的な適用可能性を向上させるための方法論及び SASB スタンダード・タクソノミのアップデート」に対するコメント提出
	8月31日	ISSB	情報要請「アジェンダの優先度に関する協議」に対するコメント提出

(注) 2010年以降の各コメントレターは、日証協のウェブサイトに掲載されている。

<https://www.jsda.or.jp/about/teigen/iken/><https://www.jsda.or.jp/about/international/index.html>

出所：日本証券業協会

他方、規制改革見直しの議論が進展する中で、2016年11月、日本証券経済研究所が銀行・証券・保険・資産運用の各業界の代表・市場運営者・研究者・有識者を集め、国際的な金融規制について業態横断的に議論する国際金融規制研究会を設けた（座長：河野正道日本証券経済研究所エグゼクティブ・フェロー（当時））。日証協は、同研究会の組成・運営をサポートした。同研究会では、金融危機後の国際金融規制改革の現状につき分析するとともに、その全体的な成果と影響の評価を行い、2017年7月、国際金融規制に関する提言を取りまとめ、同研究会意見書「国際金融規制の課題と国際基準のあり方について」⁴⁰として、主要国際機関・当局その他関係機関に送付した。同研究会は、その後も中曽宏大和総研理事長を座長として、最近の国際金融規制の動向を注視し、各種規制の導入過程において日本の関係者が適切な意見発信を行うとともに、金融機関の新たな規制環境への円滑な対応を実現するため、業態横断的な研究・討論を行い、2019年5月、「G20大阪サミットに向けて」と題する意見書を取りまとめ、関係諸機関に送付した⁴¹。

なお、直近では、コロナ禍後の物価上昇に対し米国・欧州の中央銀行が急速な利上げを進めたことなどを背景に、米欧のいくつかの金融機関の経営が悪化し、破綻・救済買収に追い込まれたほか、債券・CP市場等で混乱が生じる事例もみられた。これを踏まえ、米欧の当局やFSB・IOSCOでは、金融・証券規制／監督の見直しに向けた動きが出始めている。

5.2. 持続可能性や ESG に関する国際的アジェンダへの参画

グローバルな課題への対応として、日証協は、持続可能性や ESG（環境・社会・ガバナンス）に関する国際的な議論・取組みにも積極的に参画している。以下において、その背景と主な取組みを紹介する。

5.2.1. 環境・社会問題への世界的な意識の高まり

投資にも社会的な責任が伴うという社会的責任投資（Socially Responsible Investment: SRI）の考え方は1920年代に既に存在していた。当時の米国キリスト教教会が資金運用の際に、たばこやアルコール、ギャンブルに関連する業種を投資対象から排除しようとしたことが端緒とされている。その後1960年代には、非人道的武器の製造中止を株主が提案したり、1980年代には米国の年金基金がアパルトヘイトへの抗議として、南アフリカから投資を引き上げるといった動きもあった。2000年代に入り、地球温暖化に伴う気候変動や所得の不平等、人権問題等社会的課題への関心が高まり、これら課題に取り組む企業活動を支え、社会資本の拡充を担う投資の役割が一層重視されるようになった。

これらを背景に、国際連合（国連）は、2006年にコフィ・アナン事務総長（当時）の要請により責任投資原則（Principles for Responsible Investment: PRI）を策定した。これは、

⁴⁰ https://www.jsri.or.jp/society/pdf/so15_20170718_01.pdf（意見書日本語）
https://www.jsri.or.jp/society/pdf/so15_20170718_03.pdf（意見書英語）

⁴¹ https://www.jsri.or.jp/studygroup/theme/financial_regulation/
https://www.jsri.or.jp/publish/other/pdf/011a_01.pdf（意見書日本語）
https://www.jsri.or.jp/publish/other/pdf/011b_01.pdf（意見書英語）

同原則に賛同した署名機関（資産運用会社、アセットオーナー及びサービスプロバイダー）に投資判断・資産運用にあたり6つの原則の遵守を求め、投資を通じて社会問題の解決を目指す枠組みである⁴²。

さらに国連では、2001年に策定されたミレニアム開発目標（Millennium Development Goals: MDGs）の後継として、2015年9月の国連サミットにおいて持続可能な開発目標（Sustainable Development Goals: SDGs）を採択した。これは、2030年までに持続可能でより良い世界の実現を目指す、17のゴールと169のターゲットから構成される国際目標である。地球上の「誰一人取り残さない（leave no one behind）」ことを標榜している⁴³。

5.2.2. SDGs への貢献

国連によるこれらイニシアティブを踏まえ、日証協は、国際的アジェンダとなった持続可能な社会の実現に向けた取組みを推進した。

日証協（鈴木茂晴会長（当時））は、2017年7月に証券業界を挙げてSDGs推進に取り組むことを決定し、「証券業界におけるSDGsの推進に関する懇談会」の設置等そのための組織・体制を整備した。2018年2月に第8回日本証券サミット（後述6.2）をニューヨークで開催したおりには、鈴木会長が国連本部でアミーナ・J・モハメッド国連副事務総長と面談し、日証協及び日本の証券業界におけるSDGsへの取組みについて紹介した。

2018年3月には、SDGsの達成に貢献するとともに、日本の証券業界自らが持続的な成長を目指し、「SDGs宣言」を行った。同宣言では、「貧困、飢餓をなくし地球環境を守る取組み」、「働き方改革そして女性活躍支援を図る取組み」、「社会的弱者への教育支援に関する取組み」、「SDGsの認知度及び理解度の向上に関する取組み」について、証券業界が積極的に取り組むことを謳っている。

2018年7月及び2019年7月には、日証協は日本経済団体連合会のSDGsミッションに参加し、ニューヨークの国連本部で開催された「国際連合ハイレベル政治フォーラム」に出席し、世界各国の政府関係者・民間企業代表者等によるSDGs達成に向けた企業の役割や課題等についての議論に加わった。さらに、同ミッションの一員として、国連開発計画・ユニセフ・米国国務省・世界銀行等を訪問し、SDGs達成に向けた資本市場の役割等について関係者との意見交換を行った。

また、日証協は、SDGsに貢献する債券の総称として「SDGs債」という呼称を提唱し、SDGs達成に資する債券の発行・流通の促進を図ったほか、日本国内でのシンポジウムの開催、テレビ番組の提供、SDGsバッジの配布等を通じ、SDGsの認知度向上や理解促進に尽力した。さらに、株主優待を活用したSDGsを推進する施策として、日証協に「株主優待SDGs基金」を設置し、同基金からは国連世界食糧計画（WFP）等SDGs達成に取り組む機関に寄付を行うとともに、子供の支援に取り組むNPO法人等と証券会社を結ぶプラットフォーム「こ

⁴² PRIの詳細は、国連PRIのウェブサイト参照。

<https://www.unpri.org/download?ac=14736>

⁴³ SDGsの仮訳（外務省作成）は下記参照。

https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/oda/sdgs/pdf/000101402_2.pdf

どもサポート証券ネット」の運営を行っている。

5.2.3. ICMA との協働

環境・社会問題への関心が世界的に高まる中、2010年代には欧州がサステナブル・ファイナンス（持続可能性に資する金融）の基準策定において、先行的な役割を果たしていた。中でも ICMA は、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド等の原則やガイドライン（以下「GBP 等」と言う）を策定し、持続可能性に資する債券市場の拡充と公正性確保のための取組みを主導していた。

ICMA は、2010年代半ばまでに、GBP 等の更新・管理等のためのガバナンス体制(Executive Committee や Steering Committee) を構築したほか、そのさらなる普及・発展のため、GBP 等に関する年次会合を欧州で開催していた。2017 年 5 月、ICMA から、日本及びアジアにおいてグリーンボンド及びソーシャルボンド市場の発展を周知すること、これら債券の市場参加者との緊密な対話を行うことを主目的に、アジア域内で初となる同種の会合を東京で開催したいとして、日証協に協力要請があった。

日証協も、グリーンボンド等の市場動向について日本の市場関係者の理解を深め、日本市場の課題を探る機会として同イベントを開催することは有益であるとの判断から、同年 11 月、グリーンボンド・セミナー「グリーンボンド及び社会貢献債市場の発展—アジアの展望」を ICMA との共催により東京で開催した。同イベントでは、グリーンボンド等の発行が世界、アジア、日本いずれにおいても増加傾向にあることが確認され、これら債券の発行・流通において、原則やガイドラインが透明性向上に果たす役割等について議論された。また、小池百合子東京都知事が登壇し、東京都による発行事例を紹介した。

ICMA との共催イベントは定例化し、2018 年以降も毎年開催されている⁴⁴。図表 6 のとおり、当初はセルサイド（証券会社）からの参加者が多数を占めたが、グリーンボンド等の発行を検討する企業・機関の増加に伴い、発行体からの参加が増加傾向にある（図表 6：日証協・ICMA 共催 サステナブルボンド・カンファレンス 参加者の内訳参照）。また、カンファレンスとは別に、発行体・証券会社・評価機関の実務担当者を対象に、グリーンボンド等の発行や外部レビューに係る確認事項や評価手続に関する、ICMA の講師による研修セミナーも開催している。

⁴⁴ 2018 年、2019 年は実会場で開催された。コロナ禍により、2020 年は実会場とオンラインのハイブリッド形式、2021 年はオンライン、2022 年、2023 年は実会場とオンラインのハイブリッド形式で開催された。

図表6 日証協・ICMA 共催 サステナブルボンド・カンファレンス 参加者の内訳

(単位：人)

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
セルサイド（証券会社）	124	207	192	174	157	195	144
バイサイド（機関投資家）	55	66	92	88	68	87	58
発行体（事業会社、地方公共団体、金融機関等）	58	83	155	181	140	233	182
業界団体	45	23	29	13	8	31	41
行政機関	12	15	16	52	32	16	40
シンクタンク	10	18	20	13	22	34	10
格付・外部評価機関	14	20	20	18	13	29	26
情報ベンダー	7	4	14	7	5	20	29
メディア	11	16	33	22	15	6	4
駐日外国公館	0	16	9	18	17	19	19
その他	74	83	110	140	132	186	190
合計	410	551	690	726	609	856	743
(内訳)		(日本人 483) (外国人 68)	(日本人 617) (外国人 73)	(日本人 420) (外国人 306)	(日本人 457) (外国人 152)	(日本人 487) (外国人 369)	(日本人 334) (外国人 409)

(注) 2017～2019 年は参加者ベース
2020～2023 年は登録者ベース

出所：日本証券業協会

イベントを共催する一方、日証協は日本の市場関係者の理解に資するため、ICMA が策定するグリーンボンド原則、ソーシャルボンド原則、インパクトレポーティングに関するガイダンス文書、SDGs に照らしたハイレベルマッピング、サステナビリティボンド・ガイドライン、サステナビリティ・リンク・ボンド原則、クライメート・トランジション・ファイナンス・ハンドブック（発行体向けガイダンス）、外部評価ガイドラインの日本語版を作成した⁴⁵。また、ICMA がこれら文書を改訂した際は、日本語版も遅滞なく改訂するよう努めている⁴⁶。

5.2.4. ASF における協働

日証協が事務局を務める ASF（前述 4.3）においても、SDGs やトランジション・ファイナンスの推進に向けた取組みが進められている。2018 年 11 月、インドネシア バリでの年

⁴⁵ ICMA 原則等国际基準を踏まえながら、別途日本国内向けガイドラインとして、環境省が「グリーンボンド・ガイドライン」（2017 年）、金融庁が「ソーシャルボンド・ガイドライン」（2021 年）、金融庁・経済産業省・環境省が「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」（2021 年）を策定し、公表している。

<https://greenfinanceportal.env.go.jp/bond/guideline/guideline.html>

<https://www.fsa.go.jp/news/r3/singi/20211026-2.html>

https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210507_2.html

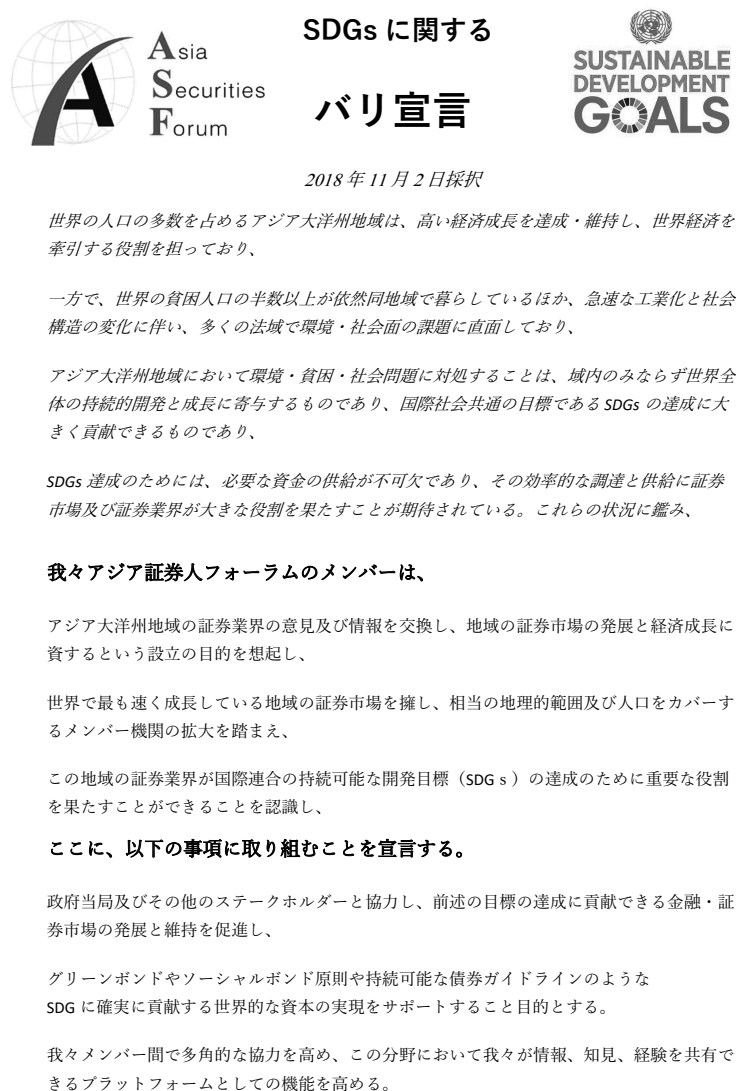
⁴⁶ これら文書の日本語版は、ICMA のウェブサイトに掲載され、日証協のウェブサイトにもリンクを掲載している。

<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-GBP/>（グリーンボンド原則の例）

<https://www.jsda.or.jp/sdgs/translation.html>

次総会において、日証協の提唱によりメンバーの賛同を得て、「SDGs に関するバリ宣言」を採択した（図表 7：「SDGs に関するバリ宣言」参照）。

図表 7 ASF SDGs に関するバリ宣言



出所：日本証券業協会

この宣言を踏まえ、ASF では、2019 年及び 2020 年にメンバーを対象に「SDGs サーベイ」を実施した。このサーベイでは、各メンバーの機関及び市場における SDGs やサステナブル・ファイナンスに係る取組みを調査し、今後の方針策定・プロジェクト立案に役立つ情報とベストプラクティスをメンバー間で共有した。

一方、2021 年 11 月に英国グラスゴーで開催された第 26 回気候変動枠組条約締約国会議（COP26）以降、気候変動への対応に関する議論が世界的にさらに活発となり、カーボンニュートラル（脱炭素社会）への移行（トランジション）が一層注目を集めるに至った。カー

ボンニュートラルの実現には、各国の事情が大きく異なり、全世界、全産業が一足飛びにこれを達成することは困難である。特に資金面では着実かつ段階的に脱炭素化を促すトランジション・ファイナンスが重要なツールとなる。とりわけアジアにおいては化石燃料依存度が高く、今後トランジション・ファイナンスに対する需要は一層増すものと考えられる。これを踏まえ、日証協は、ASF 内に「ASF トランジション・ファイナンス・スタディグループ」(TFSG) を設けることを提案し、2021 年 12 月の ASF 年次総会（オンライン）で承認された。

その後、TFSG はメンバー 10 機関⁴⁷ の参加を得て立ち上げられ、オンラインミーティング等を通じ ASEAN 等におけるトランジション・ファイナンスに関する取組みのフォローや ASF メンバー間における情報交換を行い、アジア域内における議論の状況を ASF メンバー間で共有してきた。2022 年 5 月には、ASF メンバーを対象に、各市場におけるトランジション・ファイナンスの動向や各メンバーの取組みに関するサーベイを実施した。

6. 日本市場の海外向け PR

6.1. 海外向け情報発信の必要性

日本経済は、第二次世界大戦後の荒廃から急速に回復し発展を続け、日証協が創設された 1973 年の時点では、GDP は米国に次ぐ世界第 2 位の規模となっていた。日本の証券市場は、この巨大な実体経済とともに着実に拡大し、1980 年代末にはバブル経済の下で、株式時価総額は世界最大となった⁴⁸。

その後バブル崩壊と銀行の不良債権問題の深刻化を経て、1998 年の日本版ビッグバン（金融システム改革）以降の一連の改革を通じて、金融資本市場の機能と制度的枠組みは格段に強化された。一方で、個人金融資産の過半が引続き預貯金に留まるなど、金融資本市場の機能が十分に活用されていない状況が続いた。また、バブル崩壊後の日本の証券市場の国際的プレゼンス低下も懸念されていた。

これを踏まえ、日証協では、国内及び海外の投資家や発行体にとってより使い勝手の良い、効率的で信頼される市場を構築することを目標に、「今後の金融・資本市場のあり方を考える懇談会」（座長：稲野和利野村ホールディングス取締役兼執行役副社長（当時）、後に日証協会長）を立ち上げ、目標実現に向けた施策を検討した。2007 年 4 月、同懇談会は、その中間報告において数々の施策を提言した。その一つの柱として、「第三に、海外の投資家からみて使いやすく分かりやすい市場の構築である。そのためには、官民一体となった海外での日本市場プロモート活動の推進や海外の市場参加者との対話、アジアの金融センターとしての地位確立を目指す取り組み、海外機関投資家の日本市場進出の促進などが求められる。」

⁴⁷ 豪州金融市場協会（AFMA）、タイ証券業協会（ASCO）、アジア証券業金融市場協会（ASIFMA）、ボンベイ証券取引所参加者協会（BBF）、台湾証券業協会（CTSA）、国際資本市場協会（ICMA）アジア太平洋地域事務所、日本証券業協会（JSDA）、韓国金融投資協会（KOFIA）、モンゴル証券業協会（MASD）、ベトナム債券市場協会（VBMA）の 10 機関。

⁴⁸ 株式時価総額の推移は下記参照。

https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2020&most_recent_year_desc=true&start=1995

との提言を行った⁴⁹。また、具体的施策として、「国際化という観点から、我が国の実情や取組について、官民一体となった海外への積極的なPRが不可欠であり、例えば、海外で官民共同の『日本市場フォーラム（仮称）』の開催などが考えられる。」等の提案を行った⁵⁰。

同懇談会の提言を受け、日証協は、海外におけるプロモーション・イベントの開催、英語版ウェブサイトを通じた広報、自主規制規則を含む協会情報の英語版資料の拡充等、海外及び外国人向けの情報発信に注力していくこととなった。

6.2. 日本証券サミット

日証協（安東俊夫会長（当時））は、こうした海外向けPR活動の中心的プロジェクトとして、海外の主要金融センターで開催するプロモーション・イベント、日本証券サミット（Japan Securities Summit）を開始した。企画段階において、このプロジェクトを「官民を挙げて日本の証券市場全体を海外でプロモートするイベント」と位置づけ、2007年6月、以下のような基本戦略が策定された。

（目的）

- ・ 日本の経済・証券市場、政府の諸施策等に関する最新の情報を提供し、「投資対象としての日本」、「取引・ビジネスの場としての日本」の魅力を現地の機関投資家・金融関係者等にアピールする。
- ・ 開催地の市場・業界関係者等とのネットワーク強化を図る。

（訴えるべき日本の強み・利点）

- ・ 巨大で活力のある実体経済の存在
- ・ 先進的な技術力を有する製造業をはじめとする魅力的な投資先企業の存在
- ・ 法規制やインフラが整備された金融資本市場
- ・ 法的、社会的安定性
- ・ 成長センターであるアジアへの近接

初回のイベントは、ICSA（前述 4.2）や IOSCO-SROCC（前述 3.4）に共にメンバーとして参加していた欧州の ICMA の招待を受け、ICMA との共催により、世界の金融・証券ビジネスをリードしているロンドンで開催することとなった。

第1回日本証券サミットは、2008年1月21、22日にロンドンのホテル、ルネサンス・チャンセリーコート（現ローズウッドホテル）において開催された。同イベントには、二日間で延べ350名以上の参加者が来場した。セミナーでは、日本の証券市場の幅広いトピックを取り上げ、日本市場の枠組みと新たな施策、日本の経済・企業の現状と将来性に関する最新の情報を共有しながら、日本の業界の経営トップ、第一線のエコノミスト、政府当局（財務省・金融庁）、学識経験者、会計専門家らが、英国（欧州）の業界の経営トップ、機関投資家、金融専門家らとともに、活発な議論を展開した。

⁴⁹ 日本証券業協会 今後の金融・資本市場のあり方を考える懇談会（2007年4月26日）「国民の豊かな生活の実現に向けた金融・資本市場改革—中間報告—」 p.6

<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/kondankai/files/0a-01.pdf>

⁵⁰ 同上報告 p.14

ロンドンでの初回イベント以降、日本証券サミットは、第2回が香港（2009年）、第3回がシンガポール（2010年）、第4回がニューヨーク（2011年）で開催された。その後は、ロンドンとニューヨークで交互に開催されている⁵¹。また、日証協（稲野和利会長（当時））は、より効率的効果的に海外向け情報発信を行う観点から、日本証券サミット開催直前に近隣の主要金融センターにおいてもプロモーション・イベントを開催することを決定し、2015年にはベルリン、2016年にはトロント、2017年にはルクセンブルクで、プロモーション・イベントを開催した（図表8：日本証券サミット開催実績参照）。

図表8 日本証券サミット開催実績

（2023年9月30日現在）

日程	開催地／会場	共催機関
第1回 2008年1月21～22日	ロンドン Hotel Renaissance Chancery Court	国際資本市場協会（ICMA）
第2回 2009年3月5日	香港 Four Seasons Hotel	香港証券業協会（HKSA）
第3回 2010年3月10日	シンガポール Fullerton Hotel	なし
第4回 2011年3月1日	ニューヨーク SIFMA Conference Center	米国証券業金融市場協会（SIFMA）
第5回 2013年2月5日	ロンドン Drapers Hall	国際資本市場協会（ICMA）
第6回 2014年3月6日	ニューヨーク SIFMA Conference Center	米国証券業金融市場協会（SIFMA）
第7回 2015年2月11日	ロンドン Mansion House （直前にベルリンにおいてプロモーション・イベント開催）	国際資本市場協会（ICMA）
第8回 2016年3月10日	ニューヨーク SIFMA Conference Center （直前にトロントにおいてプロモーション・イベント開催）	米国証券業金融市場協会（SIFMA）
第9回 2017年3月8日	ロンドン Mansion House （直前にルクセンブルクにおいてプロモーション・イベント開催）	国際資本市場協会（ICMA）
第10回 2018年2月7日	ニューヨーク SIFMA Conference Center	米国証券業金融市場協会（SIFMA）
第11回 2019年3月4日	ロンドン Mansion House	国際資本市場協会（ICMA）
第12回 2023年3月1日	ニューヨーク Japan Society	米国証券業金融市場協会（SIFMA）

出所：日本証券業協会

2020年から2022年の間は、新型コロナウイルス感染症の感染拡大により対面でのイベント開催が困難となる中、日本証券サミットの開催に代えて、フィナンシャル・タイムズ（以下「FT」と言う）との共催によりオンライン・イベントを2021年2月、2022年2月の2回にわたり開催した。両回とも、オンライン・イベントに加え、事後にFTの紙面にイベントの採録記事を掲載することにより、全世界を想定した幅広い海外市場関係者に対する日本

⁵¹ ロンドンでのイベントはICMA、ニューヨークでのイベントはSIFMAとの共催で開催されている。

市場のプロモーションを実施した。

その後新型コロナウイルス感染症に関する各種制限が国内外で緩和されたことを踏まえ、日証協（森田敏夫会長）は、2023年3月、4年ぶりとなる対面での日本証券サミットをニューヨークのジャパン・ソサエティで開催した。同イベントでは、初の試みとして、冒頭で岸田文雄総理によるビデオメッセージを放映し、政権の掲げる「新しい資本主義」、「資産所得倍増計画」、「スタートアップ育成5か年計画」を紹介したほか、市場活性化に向けた取組みに関する金融庁・東京証券取引所による基調講演、日本のマクロ経済見通し及び日本市場の活性化策に関する二つのパネルディスカッションを行った。フロアからの質疑は活発で、会合後のレセプションも極めて盛況となるなど、ニューヨークの多くの市場関係者が本邦関係者とのネットワーキングの機会を求めていることがうかがわれた。また、SIFMA との間では、コロナ禍を乗り越えてイベントを共催したことで、連携・協力関係の維持を確認する機会となった。

日本証券サミットについては、各回の参加者から、「官民のスピーカーによる講演・パネルディスカッションの内容が豊富で日本市場について多くの情報と見識ある意見が得られる」、「関係者とのネットワークを拡充する良い機会になった」等の評価を得ている。

なお、日本証券サミットを含む海外向けプロモーションについては、2011年のニューヨーク開催以降、資本市場振興財団からの助成を受けている。

コラム記事4：マンションハウス

ロンドンでの日本証券サミットは、本稿執筆時点までに5回開催されているが、うち3回（2015年、2017年及び2019年）はマンションハウスで開催されている。マンションハウスは、1739年に建設された由緒ある優美な建造物で、シティ・オブ・ロンドンの市長であるロード・メイヤーの官邸であると同時に、大小のホール、会議用スペースを備えた公共施設である。シティ中心部の地下鉄「バンク」駅のほぼ真上にあり、イングランド銀行や旧王立取引所にも近い。



「2019年3月マンションハウスで開催された日本証券サミット」

7. おわりに

日証協の創設（1973 年）以来、我が国の証券市場の国際化は急速に進展し、日本の証券市場は国際的に見て、その規模においても流動性においても、世界有数の市場として発展してきている。この間、東京を国際的な金融センターとしてさらに発展させようという取り組みも行われている。優れた国際金融センターは、快適な居住環境、公正で効率的な司法制度、透明な規制システムや税制、勤勉で誠実な人的資源等に支えられるものである。そのような市場は、単に金融ビジネスの機会を与え、国民経済を豊かにするだけではなく、世界の優れた人材を確保し、刻々と変化する世界の情報を集めて分析し、それを経済社会の発展に活用していくことができる基盤をもたらすものである。

日本の証券市場が競争的な国際環境の中で引続き効率的に機能し、さらなる発展を目指すには、国内の市場環境整備をさらに進めるとともに、海外情報の的確な把握や海外関係者との連携・協調が不可欠である。日本の証券市場の自主規制機関として、また、証券業界を支える業界団体として、日証協の国際業務が果たすべき役割は今後ますます大きい。

筆者は、2008 年から 2015 年まで、日証協において勤務する機会を得た。その間、海外の主要市場の業界団体や自主規制機関に勤務する様々な人々に接したが、優れた証券市場はそれぞれ、関係者の支持や信頼を得て、自らの市場の健全な発展に貢献しようと努力する献身的な人々から成る組織を必ず有していることを実感した。それらの組織に関係する素晴らしい人々に接して学ぶことができたことを、仕事の上でも個人的にも大変ありがたかったと思っている。同時に、主要証券市場の関係者は、日本の市場関係者に対して高い信頼感を抱いていることも実感した。そうした日本市場関係者に対する信頼感は、市場で日々業務にあたる会員各社や関係者の長年の努力の賜物であることはもちろんであるが、これに加えて、歴代会長をはじめ、日証協職員に対する信頼感もその重要な一翼を担っていることを痛感した。

本稿を作成するにあたっては、石倉宏一氏、中田恵子氏をはじめ、坂井竜裕氏、菱川功氏、小野島貴弘氏、中瀬裕也氏、森川怜子氏ら日証協の国際業務に携わってきた方々に全面的にご協力をいただいた。そのことに深く感謝するとともに、今後とも日証協が日々の取り組みを通じて、国内の市場関係者はもちろん、引続き国際的にも信頼される組織としてその役割を果たしていくことを心から願っている。

参考文献

- ・大久保良夫（2014）「国際的金融規制改革と日本—金融市場の自主規制に関する一考察—」、早稲田大学『アジア太平洋討究』23 巻

https://waseda.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=25420&item_no=1&p0age_id=13&block_id=21

- ・河村賢治（2012 年）「委託研究 米国証券業の自主規制に関する調査・研究報告書」、日本証券業協会『自主規制のあり方に関する検討懇談会—これまでの対応状況について（最終報告）』

https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukiseik/image/20120608_kisokuarikata.pdf

- ・ 社団法人 日本証券業協会（1983）「統合 10 年の歩み」、山王印刷株式会社
- ・ 日本証券業協会 今後の金融・資本市場のあり方を考える懇談会（2007 年 4 月）『国民の豊かな生活の実現に向けた金融・資本市場改革—中間報告—』
<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/kondankai/files/0a-01.pdf>
- ・ 日本証券業協会連合会（1972）「二十年史」、凸版印刷株式会社
- ・ 宮内惇至（2015）『金融危機とバーゼル規制の経済学』勁草書房
- ・ 村田淑子（2012）「委託研究 米国の証券業における自主規制と競争法（反トラスト法）との関係」、日本証券業協会『自主規制のあり方に関する検討懇談会—これまでの対応状況について（最終報告）』
<https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/houkokusyo/kisokuarikata.html>
- ・ John Carson（2011）, “Self-regulation in Securities Markets”, Policy Research Working Paper 5542, The World Bank
<https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/337711468340157842/self-regulation-in-securities-markets>
 本報告書の日本語訳は、日証協のウェブサイトに掲載されている。
- ・ ジョン・カーソン（2011）世界銀行 政策研究ワーキング・ペーパー第 5542 号「証券市場における自主規制」
https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/houkokusyo/self-regu_20110805.html
- ・ IMF（2003）, “Japan: Financial System Stability Assessment”
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/30/Japan-Financial-System-Stability-Assessment-16865>
- ・ IMF（2012）, “Japan: Financial Sector Stability Assessment Update”
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Japan-Financial-Sector-Stability-Assessment-Update-26137>
- ・ IMF（2017）, “Japan: Financial Sector Assessment Program-Technical Note-Regulation and Supervision of Securities”
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/09/18/Japan-Financial-Sector-Assessment-Program-Technical-Note-Regulation-and-Supervision-of-45262>
- ・ IOSCO（1998）, “Objectives and Principles of Securities Regulation”
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf>
- ・ IOSCO（2010）, “Objectives and Principles of Securities Regulation”
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>
- ・ IOSCO（2017）, “Methodology - For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation”
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>

年表

年度	月	日本証券業協会における取組等
1973	7	■ 社団法人日本証券業協会発足 ■ 財団法人日本証券奨学財団の創設 ■ 「協会運営特別委員会」の設置 ■ 諸規則の制定（「定款の施行に関する規則」等 14 の規則等） ■ 大蔵省の証券業協会登録原簿に登録
	8	■ 米国証券関係税制調査団の派遣
	12	■ 「外国証券の取引に関する規則」等の制定
	2	■ 「税務専門委員会」の設置
	3	■ 東京研修センターの開設
1974	7	■ 「関係諸団体との業務調整等に関する報告」の取りまとめ ■ 「税務実務研修」、「コンピューター講座」の新設等研修制度の充実
	11	■ 公正慣習規則、紛争処理規則等の制定
	12	■ 「証券業務特別委員会」の設置 ■ 「会費に関する特別委員会」の設置
	2	■ 営業に関する自主ルールの制定
	3	■ 欧米機関投資家調査団の派遣
1975	5	■ 「証券貯蓄の週間」運動を展開 ■ 「資本市場特別委員会」の設置 ■ 「公社債特別委員会」の設置
	10	■ 第 1 回日韓証券懇談会の開催
	11	■ アジア証券会議の開催
	12	■ 個人株主増加策の一環として、懸賞論文を募集
	12 ～ 3	■ 国債 PR キャンペーンを展開
1976	4	■ 欧米公社債流通市場調査団の派遣
	6	■ 店頭市場の整備・充実 ■ 「株式会社店頭市場監理専門委員会」の設置
	7	■ 日本店頭証券㈱を設立 ■ 「広告に関するガイドライン」を策定 ■ 地区協会正副会長懇談会を発足
	1 ～ 2	■ 公社債の気配発表制度の改善
	2	■ 債券の混蔵保管制度を拡大
1977	4	■ オプション取引制度調査団の派遣
	6	■ 特別融資基金制度の創設
	7	■ 地方証券会社に対する公社債分売制度を確立
	9	■ 「証券 100 年記念運動本部」の設置
	10	■ 協会員の社内管理体制の整備・拡充（印鑑照合制度の拡充、残高照合通知回答書の省略等）

年度	月	日本証券業協会における取組等
1977	1	■「公社債特別委員会」の設置
	2	■公社債店頭気配発表制度の改善
	3	■外国証券取引制度の拡充（一般投資家が取得できる外国債券の範囲の拡大を図る等）
1978	4	■株式情報テレホンサービスの提供開始
	5 ～ 9	■証券 100 年記念運動の実施
1979	6	■証券業務に関する PR の実施
	7	■教育研修制度の整備・充実（「人事・研修管理者研修」及び「営業員研修」の新設等）
		■証書による債券の受入れ、受渡しに関するルールの制定
	10	■店頭登録株式の分売株数の引上げ
	11	■国債の銀行窓口販売問題等について大蔵大臣に要望
	12	■「振替決済制度研究会」の設置
	1	■「経済法規特別委員会」の設置
1980	4	■公社債流通金融拡充についての要望（融資総額の増額、貸付金利の引下げ及び担保掛目の引上げ等）
		■「証券業務合理化専門委員会」の設置
		■特別融資の実施
	6	■欧州証券税制調査団の派遣
	7	■新株引受権付社債制度創設に関し要望
	10 ～ 11	■銀行の国際窓販等に対する反対運動を展開
	2	■割引国債の店頭気配を発表
		■「業務改善専門委員会」の設置
1981	5	■外務員制度の改善（外務員再研修制度の創設等）
	5 ～ 6	■法定帳簿等の簡素合理化の実現
	6	■従業員持株制度の拡大
	10	■米国証券市場調査団の派遣
	2	■「株式店頭市場に関する研究会」の設置
		■株式店頭市場の整備・拡充策の検討（我が国の経済風土に即した店頭市場のあるべき姿について検討開始）
1982	4	■金地金売買取引の開始に伴う諸規則等の整備
	6	■「海外からの相談等の受入れ窓口」の設置
	9	■累積投資業務への中小証券の参加
	10	■単位株制度の PR
	11	■株式店頭市場に対する意識調査を実施
	12	■株券振替決済制度試案に関する意見を表明
		■湯沢山の家研修所を開設

年度	月	日本証券業協会における取組等
1983	5	■ 寄託証券補償基金の基本原資の拡充
	6	■ 欧州証券税制調査団の派遣 ■ 「株式店頭市場に関する専門委員会」の設置 ■ 証券会社の公共債担保貸付業務の開始
	7 ~ 8	■ 協会統合 10 周年記念事業の実施
	8	■ 証券会社の土曜休業日の変更 ■ 中期利付国債及び割引国債の標準気配の発表開始
	11	■ 新しい株式店頭市場の発足
	1	■ 「公社債特別委員会」の設置
	2	■ 証券会社の金地金の延取引の開始
	3	■ 株券等保管振替制度実施への対応
1984	4	■ 海外 CD、CP の国内販売の開始
	6	■ 外貨建債券の現先売買の開始
	7	■ 株式店頭気配伝達業務等を機械化
	10	■ 株式会費の算出基準の変更（売買数量基準から売買代金基準に変更）
	2	■ 「証券業務のシステム化等に関する特別委員会」の設置
1985	5	■ 証券外務員資格試験制度の改善（事務処理の迅速化、合理化等）
	6	■ 証券会社の兼業業務の拡大（国内 CD の取扱い等） ■ 公社債店頭気配発表方法の整備
	7	■ 株式店頭市場の整備、改善（店頭登録銘柄等の受渡方法等）
	8	■ 証券アンサーシステムの拡充策を決定
	9	■ 米国証券税制調査団の派遣
	2	■ 週休二日制拡大への対応 ■ 文化放送「株式市況」番組の提供開始 ■ 割引短期国債等の店頭売買高の発表開始
1986	4	■ 円建銀行引受手形の取扱いの開始
	9	■ 郵便局による国債等の窓販に対する反対意見の表明
	11	■ 「株式教室」の開催
	12	■ NTT 株式の売出しの取扱いに伴う事務処理の受託
1987	4	■ 割引短期国債の店頭気配の発表開始
	5	■ 英国証券市場調査団の派遣
	7	■ 店頭転換社債の流通市場の整備（店頭転換社債の売買値段等の発表を開始） ■ 寄託証券補償基金の基本原資の拡充
	10	■ 証券共同 ATM ネットワークシステムの稼働開始 ■ 欧米優先株制度調査団の派遣
	11	■ 国内 CP の取扱いの開始

年度	月	日本証券業協会における取組等
1987	1	■「国際資本市場に関する特別委員会」の設置
1988	6	■内部者取引の未然防止体制の拡充、強化 ■先物取引インストラクター研修の実施
	7	■証券管理システム調査団の派遣
	8	■有価証券指数等先物取引の開始に伴う対応
	11	■抵当証券の取扱いの開始
	12	■第1回国際証券業協会会議の開催
	2	■完全週休二日制の実施 ■「業務管理体制研究会」の設置
	2～3	■株式店頭市場の改善（「株式店頭市場の改善策要綱」の取りまとめ等）
1989	4	■事業年度の変更 ■選択権付債券売買取引の開始に伴う対応 ■外国新株引受権証券の取引に関する規則の整備 ■欧米証券市場調査団の派遣
	6	■業務管理体制の整備改善策の決定 ■株式店頭市場の機械化改善策の決定 ■金融先物取引の取扱いの開始 ■海外証券先物取引等の開始に伴う対応
	6～8	■店頭登録銘柄の売買値段等の発表制度の改善（本協会が全銘柄の売買値段等を一元化して発表）
	11	■証券外務員資格制度等の改善（一般外務員資格を一種、二種の2種類に区分する等）
1990	4	■株式店頭市場システムの構築 ■寄託証券補償基金の基金原資の拡充
	5	■米国証券市場調査団の派遣 ■「個人投資家の証券投資促進に関する研究会」の設置
	10	■証券ATMネットワークシステムの拡充 ■証券取引審議会の審議への対応 ■日韓証券協議会の開催
	11	■「100万投資家へのレター作戦」の展開
	12	■「個別株式オプション取引に関する研究会」の設置
1991	4	■外務員登録事務を機械化 ■個人投資家の証券投資促進策の推進
	7	■個別株式オプション取引調査団の派遣
	8～11	■業界改革問題への対応 1. 「業界改革推進本部」及び「有識者懇談会」の設置 2. 倫理綱領の策定

年度	月	日本証券業協会における取組等
1991		3. 規律委員会の改組 4. 監査機能の強化 5. 過怠金の引上げ 6. 社内管理体制の整備、強化 7. 暴力団対策 10 ■ 株式店頭市場システムの稼働 12 ■ 自主規制規則の整備（証券事故の処理の円滑化を図る等） 1 ■ 「市場問題懇談会」の設置 3 ■ 内部管理責任者制度等の導入 ■ 「利益配分ルール」の策定
1992	4	■ 「証券営業ガイドライン」の策定
	5	■ 「有価証券の引受けに関する規則」の制定
	7	■ 協会の改組（証券取引法上の認可法人に改組） ■ 証券取引法の改正に伴う諸規則の整備 1. 「定款」及び「定款の施行に関する規則」の改正 2. 店頭関係諸規則の全面的な改廃 3. 「協会の外務員の登録等に関する規則」の制定 4. 証券局長通達等 40 本の趣旨を本協会の関係規則等に組み込む ■ 紛争処理制度の整備
	9	■ 「銀行等加入問題懇談会」の設置
	10	■ 「資本市場検討フォーラム」の設置 ■ 営業ルール照会制度の導入
	11～12	■ 株式公開制度の改善（公開価格の決定方法、投資情報の充実等）
	12	■ 研修制度及び資格試験制度の拡充（「内部管理統括責任者研修」の新設等） ■ JASDAQ INDEX の発表開始
	1	■ 「持株制度に関するガイドライン」の策定
	2	■ 株式累積投資業務の開始
1993	4	■ 金融制度改革法等の施行に伴う本協会規則等の整備（有価証券の定義及び公募概念の見直し等に伴う諸規則の整備）
	5	■ JR 東日本株式の売出しに係る事務処理の受託
	6	■ 「証券税制研究会」の設置 ■ 「時価発行公募増資等に関する研究会」の設置 ■ 「銀行等加入問題の検討結果について」の取りまとめ
	7	■ 銀行の証券子会社の本協会加入
	8	■ 「証券会社のアナリストに関する研究会」の設置
	9	■ 「決済制度等専門委員会」の設置
	9～12	■ 規制緩和への対応（規制緩和の要望、「規制緩和に関する協会員からの

年度	月	日本証券業協会における取組等
1993		意見、要望事項」の行政当局への提出等)
	10	■「2000年の証券市場の規模等に関する研究会」の設置
	12	■銀行等金融機関が本協会の自主規制機能に特別会員として参加できるようにするため、定款の一部を改正
	2	■自主規制規則を特別会員に適用するため、定款の施行に関する規則、公正慣習規則等一連の規則の改正
1994	4	■特別会員の加入 ■海外市場における日経300を対象とする株価指数ワラントの発行解禁 ■会員の役職員等の証券事故に関し、事故顛末報告書の提出について周知
	6	■政府保有株式の売出しに関する対応（日本たばこ産業(株)の売出し) ■「証券事故の発生状況と内部管理体制の整備・強化について」の小冊子を作成
	8	■証券市場の将来展望のための研究活動の推進（報告書「バブルの形成と崩壊一教訓と明日への展望一」の取りまとめ）
	9	■自己株式取得規制緩和への対応（関係諸規則の改正） ■「経営問題研究会」の設置 ■行政手続法制定に伴う証券取引法の改正を受けて、本協会が行う外務員登録事務に関し、所要の整備を図るため、関係規則を改正
	10	■証券監督者国際機構作業部会の開催 ■「最近における証券関係判決事例集」の作成
	1	■「外国株市場等活性化研究会」の設置 ■「店頭登録基準検討等懇談会」の設置 ■既上場株式及び既店頭登録株式の売出しに係る行政指導の撤廃
	3	■社債発行に係る適債基準の撤廃等
1995	4	■アジア証券人フォーラム（ASF）第1回会合の開催
	6	■「外国株市場等活性化研究会」報告書を取りまとめ
	7	■店頭登録特則銘柄（フロンティア銘柄）制度の創設 ■「証券会社のデリバティブ取引に関する環境整備のあり方」の報告書の取りまとめに協力 ■「特別会員営業責任者資格試験」及び「特別会員内部管理責任者資格試験」の開始 ■「証券業経理専門委員会」の設置
	8	■「特別会員内部管理統括責任者・同補助責任者研修」の開始
	9	■株式ミニ投資の導入
	11	■「特別会員営業員再研修」の開始
	12	■登録申請会社が発行するストックオプション等に対する措置 ■債券貸借取引に係る付利制限等の廃止

年度	月	日本証券業協会における取組等
1995	1	■「証券会社のトレーディング業務に係る約定基準・時価法の考え方について」の中間報告 ■「証券会社のトレーディング業務への時価法の導入について」の報告書の取りまとめに当たり、証券界の意見の反映に注力 ■「特別会員営業員インストラクター研修」の開始
	3	■「個人投資環境整備懇談会」の設置
1996	5	■JR 西日本株式の売出しに関する適正かつ円滑な売出しの実現のための対応 ■「米国証券市場調査団」の派遣
	6	■「株式店頭市場の流通面における改善策等について」の中間的な取りまとめを公表
	7	■「投資クラブの規約モデル」を作成 ■「特別会員二種外務員資格試験」及び「特別会員三種外務員資格試験」の開始
	9	■国債のローリング決済への移行
	10	■10月4日を「証券投資の日」と位置付け
	11	■「特別会員一種外務員資格試験」の開始 ■社債受渡し・決済制度改善への対応（「株債券決済ネットワーク（中継機関）」の設立等） ■公社債基準気配発表制度の改善（基準気配銘柄の増加等）
	12	■約定基準・時価法会計の導入に伴う対応（「証券業経理の統一について」の改正等）
	1	■JASDAQ 新端末システムの稼働
	3	■「信用取引制度、発行日取引制度及び借り株制度の導入についての要綱」並びに「ブックビルディング方式の導入に関する要綱」を取りまとめ、公表
1997	4	■国債の業者間取引の「T + 5 日」への移行
	6	■「外国証券取引口座設定約諾書」等の約款化 ■「株券オプション取引」の導入に伴う関係諸規則の改正 ■登録銘柄の借り株制度の導入 ■未上場・未登録株式等の投資勧誘の解禁等に伴い、「店頭取扱有価証券」について定義を新設
	7	■JR 東海株式の売出しに関する適正かつ円滑な売出しの実現のための対応
	8	■「証券会社の顧客管理等に関する行為基準」（理事会決議）の制定 ■「証券会社・証券市場に対する信頼の回復に関する具体策」の取りまとめ

年度	月	日本証券業協会における取組等
1997		■ブックビルディング方式の導入のための規則改正
	9	■総会屋問題への対応 ■協会運営に関する懇談会の設置
	10	■「破綻処理制度等の整備に関する分科会」の設置 ■登録銘柄の信用取引、発行日取引制度の導入及び証券取引所の先物・オプション取引に係る証拠金制度等の実施に伴う関係諸規則の改正
	11	■社債等の業者間取引のローリング決済への移行
	1	■過怠金の上限額引き上げ
	3	■「自己資本規制比率の見直しに関する分科会」の設置
1998	6	■社債等の業者間取引のローリング決済「T + 5 日」への移行 ■「株価指数先物取引説明書」及び「株価指数オプション取引説明書」の一部改訂
	7	■「投資者保護基金設立準備会」の設置 ■(社) 公社債引受協会を本協会に統合 ■「株式店頭市場改革の方向性について」の公表
	9	■「自主規制機関の検査の効率化等に関する検討会」の設置 ■「公社債基準気配発表制度等の改善について(要綱)」の取りまとめ
	11	■「株式店頭市場の改革に向けて」の公表 ■日本証券業協会インターネット開示システム(JDS)を稼働
	12	■「自主規制機関の検査のあり方に関する検討会」の設置 ■マーケットメイカー制度の導入 ■登録基準の見直し(本則銘柄と特則銘柄の区分廃止等) ■株券貸借取引制度の導入 ■取引所有価証券市場外での売買制度の導入 ■日本投資者保護基金及び証券投資者保護基金の設立
	1	■「協会運営に関する懇談会」最終報告書の公表
	3	■「入替え売買等の公正性確保のためのガイドラインについて」の取りまとめ ■有価証券取引税及び取引所税の廃止 ■「コンピュータの西暦 2000 年問題の対応について」(理事会決議)の制定 ■「国債決済 RTGS 化のための市場慣行整備について」の取りまとめ
1999	4	■公正慣習規則第 3 号に規定する「適正な価格」の解釈に関するガイドラインの作成 ■「会費のあり方に関する懇談会」の設置 ■「公開前規制」の見直し(登録前の第三者割当増資及び特別理解関係者等の株式移動等に関する諸規則等について大幅な規制緩和)

年度	月	日本証券業協会における取組等
1999		■パブリック・コメント手続きの導入
	6	■公益理事制度の導入
	7	■理事会運営の見直し（会長一任事項の導入等）
	8	■「市場改革の行動計画Ⅰ改革のスピードアップ」の公表
	10	■社債等の業者間取引のローリング決済「T + 3 日」への移行 ■「グリーンシート市場活性化ワーキング」の設置
	11	■「JASDAQ 市場運営諮問会議」の設置 ■「現行会費徴収基準の見直しについて」の取りまとめ
	12	■JASDAQ 市場ウェブサイトの開設等
	1	■「グリーンシート市場の活性化を目指して（中間報告）」の公表
	3	■JASDAQ マーケットメイクシステムの稼働 ■「公社債基準気配発表制度の改善について（要綱）」の取りまとめ ■「株式店頭市場の運営組織見直しのための特別委員会」の設置
2000	4	■「市場改革の行動計画Ⅱ－21 世紀の市場を目指して－」の公表
	5	■協会 WAN の稼働 ■株式等譲渡益課税制度に係る個人投資者の意識調査の実施
	6	■「一般債の新決済制度に関するワーキング・グループ」、「証券保管振替機構の組織・運営のあり方に関するワーキング・グループ」及び「DVP 決済方式の推進と清算機能の活用等に関するワーキング・グループ」の設置 ■「株式店頭市場の運営組織見直しに関する中間報告」の取りまとめ
	7	■「株式譲渡益課税に関する要望に係るアクションプラン」を策定
	8	■「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」の取りまとめ
	9	■「債券のフェイルの解消に関する規則（統一慣習規則第 4 号）」の制定 ■「証券保管振替機構の組織・運営のあり方について」の報告書取りまとめ
	10	■「金融商品販売法に基づく説明義務に関するガイドライン」の取りまとめ ■公社債基準気配発表制度の改善（基準気配銘柄の選定対象の拡大及び廃止基準の改定等） ■情報発信センター「フロンティア 21」を開設
	12	■「証券保管振替機関の株式会社化に関する専門部会」及び「証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループ」の設置
	2	■事務局組織の改革（「本部制」の導入等） ■市場運営業務を(株)ジャスダックに移管
2001	5	■JASDAQ システムの全面リプレイス
	6	■EB 債売買の問題点を受け、投資勧誘規則改正

年度	月	日本証券業協会における取組等
2001	7	■「21 世紀における証券会社の基本指針」（理事会決議）の制定
	9	■「証券会社の信頼性向上に向けたアクション・プログラム」の取りまとめ
	11	■証券カウンセラー派遣制度の稼働 ■「証券保管振替機関の株式会社化の具体的な枠組みについて」の取りまとめ
	12	■(株)証券保管振替機構の設立
	1	■統一清算機関設立要綱の公表
2002	4	■PTS 価格気配等公表システムの稼働
	6	■「今後の金融・証券税制のあり方について」の取りまとめ ■「四半期情報開示の推進について」の取りまとめ
	7	■(株)日本証券クリアリング機構の設立
	8	■「公社債店頭基準気配制度」を「公社債店頭売買参考統計値発表制度」に改定
	10	■「株式等譲渡益課税について、当分の間、大幅な非課税措置（申告不要）を講ずること」の緊急要望取りまとめ ■「株券の不発行に関するワーキング」の設置
	11	■「証券決済制度改革の推進に向けて」の公表
	12	■「個人向け社債等の店頭気配情報発表制度」要綱の取りまとめ ■「外務員のコンプライアンス強化策の実施について」の取りまとめ
	1	■加入者保護信託制度の創設
	2	■「個人向け社債等の店頭気配情報の発表等について」（理事会決議）の制定
	3	■グリーンシート制度の抜本的改革（銘柄区分の新設、タイムリーディスクロージャーの導入等）
2003	4	■証券仲介業制度の開始
	5	■「個人投資家育成対策会議」の設置
	6	■「個人投資家の幅広い市場参加に向けて」（中間報告）の取りまとめ ■「JASDAQ 市場の在り方について」（中間報告書）の取りまとめ
	11	■「JASDAQ 市場の在り方に関する研究会 PART II 報告書」の取りまとめ
	12	■「JASDAQ 市場における IR 活動の推進について」の公表
	1	■外務員資格更新研修制度の開始 ■グリーンシートに係る規則改正（銘柄区分の明確化、審査手続きの拡充）
	3	■「協会組織・機能のあり方について」（協会機能のあり方に関する特別委員会報告）の公表
2004	7	■本協会の組織・機能の改編（「自主規制部門」、「証券戦略部門」及び「総

年度	月	日本証券業協会における取組等
2004		括・管理部門」の3部門から構成される新体制に移行)
	9	■二種外務員資格試験の一般開放の実施 ■「最良執行義務に関する検討ワーキング・グループ」の設置
	10	■「個人投資家について考える研究会」の設置
	11	■「投資サービス法研究会」の設置
	12	■特別会員の証券仲介業務の開始 ■JASDAQ 市場（店頭売買有価証券市場）の廃止・(株)ジャスダック証券取引所の創設
	2	■「個人情報保護に関する指針」（理事会決議）の制定
	3	■「店頭有価証券に関する規則」（公正慣習規則第1号）の新設
2005	4	■（社）証券広報センターの本協会への機能統合・証券教育広報センターの設置 ■「認定個人情報保護団体」としての業務開始 ■「一般債の振替決済に関するガイドライン」の取りまとめ
	5	■「学校における経済・金融教育の実態調査報告書」の取りまとめ
	7	■「株券の電子化に関するワーキング・グループ」の設置
	12	■証券外務員等資格試験制度の見直し（受験資格の拡大） ■「投資サービス法の法制化に向けた実務検討ワーキング」の設置
	3	■グリーンシート制度の拡充（区分移行基準、フェニックス指定基準の制定等）
2006	4	■「協会員における注文管理体制の整備について」理事会決議（自主規制会議決議）の制定
	5	■「今後の金融・証券税制のあり方に関する懇談会」の設置 ■「取引所取引専門部会」、「公社債取引専門部会」、「取引所市場外取引専門部会」及び「BCP 運営専門部会」の設置
	6	■「新規加入協会員に対する機動的・継続的監査の実施に係る取扱いについて」理事会決議（自主規制会議決議）の制定
	9	■「証券市場に関する諸問題を考える会」の設置
	11	■「市場監視情報の授受に係るインフラ整備に関する検討プロジェクト」の設置
	1	■「証券市場の共通基盤の整備・強化に関する検討ワーキング」の設置
2007	5	■「金融取引税制のあり方に関する検討ワーキング・グループ」の設置
	6	■「金融商品取引法のもとでの本協会の自主規制等のあり方に関する特別委員会」の設置
	7	■「金融商品取引法のもとでの本協会の自主規制等のあり方について（中間整理）」の公表 ■『今後の金融・資本市場のあり方を考える懇談会－中間報告－「国民の豊かな生活の実現に向けた金融・資本市場改革」への取組について』の公表

年度	月	日本証券業協会における取組等
2007		■各地区に設置されている証券あっせん・相談センター支部を東京及び大阪に集約
	9	■金融商品取引法の施行に伴い、同法上の認可金融商品取引業協会となる ■自主規制ルールの適用範囲の見直し（店頭デリバティブ取引の一部について、新たに自主規制規則の対象とした） ■「倫理コード（標準モデル）」及び「協会員における倫理コードの保有及び遵守に関する規則」の策定
	11	■「上場廃止銘柄の円滑な流通を促進するための制度整備について」（報告書）の公表 ■「行動規範委員会」の設置 ■「協会員の処分のあり方に関するワーキング」の設置
	1	■規律委員会及び外務員等規律委員会の再編 ■第1回日本証券サミットの開催（於ロンドン）
	2	■上場廃止銘柄の円滑な流通を促進するための制度整備を目的として、「グリーンシート銘柄に関する規則」等の改正 ■「証券業界の環境問題に関する行動計画」及び「証券業界の環境問題に関する行動計画に規定する数値目標の設定」の制定
2008	5	■「証券版不当要求情報管理機関の業務等に関する検討ワーキング・グループ」の設置
	6	■「協会員の処分のあり方に関するワーキング報告書」の取りまとめ
	7	■「金融・資本市場に関する政策懇談会」の設置
	9	■「証券版「不当要求情報管理機関」のあり方に関する論点整理」の取りまとめ ■「協会員の役職員に対する処分のあり方に関するワーキング」の設置
	12	■ジャスダック証券取引所株式の一部を大阪証券取引所に売却
	1	■株券電子化の実施
	3	■国家公安委員会から、「不当要求情報管理機関」としての登録を受ける
2009	4	■証券会社共同ネットワーク（SI-Net）及びコンプライアンス WAN の運用を開始 ■「証券 CFD 取引ワーキング・グループ」の設置
	5	■J-IRISS のサービスを開始 ■「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ」の設置
	6	■「金融・資本市場統計整備懇談会」の設置
	7	■「社債市場の活性化に関する懇談会」及び「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」の設置 ■「国際関係諮問委員会」の設置
	8	■NPO 法人「証券・金融商品あっせん相談センター」（FINMAC）の設立

年度	月	日本証券業協会における取組等
2009	9	■「自主規制規則のあり方に関する検討懇談会」の設置
	12	■「事故確認委員会」の設置
	1	■「未公開株式の投資勧誘による被害防止対応連絡協議会」の設置
	2	■相談、苦情処理、あっせん各業務を FINMAC に委託 ■「反社会的勢力排除に向けた各証券会社の態勢の整備について(考え方)」の取りまとめ
	3	■「CFD 取引に関する規則」の制定
2010	6	■「社債市場の活性化に向けて（報告書）」の取りまとめ ■「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」（第1部会から第4部会）の設置 ■「自主規制規則のあり方に関する検討懇談会」中間論点整理の取りまとめ ■「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ最終報告書」を踏まえた対応として、「債券等の条件付売買取引の取扱いに関する規則」及び「債券の空売り及び貸借取引の取扱いに関する規則」を一部改正
	7	■取引所金融商品市場外での公正を害する売買等を排除する方法及び態勢の確立を求めるため、「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則」等を一部改正
	9	■「証券市場の新たな発展に向けた懇談会」の設置
	10	■引受けを行う場合など有価証券の発行段階等における反社会的勢力排除の規定等整備を図るため、「有価証券の引受け等に関する規則」等を一部改正
	11	■一般社団法人第二種金融商品取引業協会の設立
	12	■「投資者に対する注意喚起（インベスター・アラート）」の発信を開始
	1	■「自主規制規則の制定等に関する基本的考え方」の公表
	2	■「自主規制ウェブハンドブック」の掲載を開始 ■店頭デリバティブ取引、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・投資信託等に係る販売勧誘について更なる投資者保護の充実を図るため、「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」等を一部改正
2011	6	■「証券市場の新たな発展に向けた懇談会」報告書の公表 ■「新興市場等の信頼性回復・活性化に向けた工程表」を公表
	7	■「金融・証券教育支援委員会」の設置
	9	■「市場振興等のための広報のあり方に関する検討部会」の設置 ■「今後の社会構造の変化を見据えた証券税制等のあり方に関する懇談会」の設置 ■「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」の設置

年度	月	日本証券業協会における取組等
2011	10	■「顧客に対するわかりやすい書面・説明の在り方に関する懇談会」の設置
	2	■「未公開株等詐欺の未然防止のための行動計画」の策定
2012	4	■国債のアウトライト取引の T + 2 化の実施
	5	■「金融商品取引業者等の信頼性向上に向けて一経営者等の倫理観のさらなる向上等に向けて一」の策定
	7	■「会員の信頼性向上に向けて取り組むべき諸課題について」の公表 ■「投資信託法制の見直し等に関する検討ワーキング・グループ」の設置
	9	■「顧客に対するわかりやすい書面・説明の在り方に関する懇談会ワーキング・グループ」の設置 ■「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」の設置 ■「日本市場や日本企業の再認識と情報発信を考える懇談会」の設置
	10	■「インサイダー取引防止及び法人関係情報管理の徹底に向けた対応方針について」の取りまとめ
	11	■「証券界の信頼性向上のために取り組むべき諸課題への対応に関する検討計画」の取りまとめ ■「信頼性向上のための施策の推進ワーキング・グループ」の設置 ■米金融取引業規制機構（FINRA）と情報交換・業務協力に関する覚書（MOU）の締結
	12	■「法人関係情報の管理態勢に係る対応要綱」の取りまとめ ■「不都合行為者制度等に関するワーキング・グループ」の設置 ■「個人の自助努力による資産形成に関するワーキング・グループ」の設置
	1	■「会員に関する情報受付窓口」の設置 ■社債の取引の報告制度開始
	2	■「反社情報照会システム」の稼働
	3	■「会員の公募増資等の引受けに係る行動規範」の策定 ■「NISA 推進・連絡協議会」及び「NISA 推進ワーキング・グループ」の設置
2013	5	■「JSDA キャピタルマーケットフォーラム」の設置 ■「公社債等課税の見直しの円滑な実施に向けた検討ワーキング・グループ」の設置 ■「NISA 相談コールセンター」の設置
	6	■「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」報告書の取りまとめ ■「信頼性向上のための施策の推進ワーキング・グループ」報告書の取りまとめ（投資者・消費者からの信頼性向上のための施策の推進等）

年度	月	日本証券業協会における取組等
2013		■「不都合行為者制度等に関するワーキング・グループ」報告書の取りまとめ（「不都合行為者の取扱い」の検討対象範囲の見直しの要否を含めた、役職員に関する処分等のあり方）
	9	■「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」報告書の取りまとめ（売買参考統計値の信頼性向上のための対応策）
	10	■「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ」の設置 ■高齢顧客に対する投資勧誘の適正化に資するため、「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」等を改正 ■「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第5条の3の考え方」（高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン）の制定
	11	■「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会ワーキング・グループ」の設置 ■「市場関係機関取引参加者懇談会」の設置
	12、3	■売買参考統計値制度の見直し及び社債の取引情報の報告・発表制度創設に係る規定の整備を目的とした「公社債の店頭売買の参考統計値等の発表及び売買値段に関する規則」等の一部改正
	1	■NISAの導入
	3	■「総合取引所制度等への取組みに関する特別委員会」の設置
2014	6	■「インターネット取引における自主規制のあり方に関する懇談会」の設置
	8	■「株式決済期間短縮（T + 2）に関する勉強会」の設置 ■「危機管理委員会」の設置
	9	■「東京国際金融センターの推進に関する懇談会」の設置
	11	■「金融商品取引業の拡大等に伴う本協会の対応について」報告書の取りまとめ ■「国債取引の決済期間の短縮（T + 1）化に向けたグランドデザイン」の取りまとめ
	12	■「職場積立NISAのガイドライン」等の取りまとめ
	3	■「社債権者保護のあり方について」報告書の取りまとめ
2015	5	■協会員区分における「特定業務会員」の設置
	7	■「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」の設置
	8	■「個人の自助努力による資産形成に関するワーキング・グループ」の意見を取りまとめ、厚生労働省に対して要望書を提出 ■マイナンバーの取扱いに関する自主規制規則等の改正及び社内規程参考モデルの策定
	9	■「資産運用等に関するワーキング・グループ」の設置

年度	月	日本証券業協会における取組等
2015		■「金融経済教育を推進する研究会」から文部科学大臣宛てに要望書を提出 ■電子取引基盤運營業務のみを行う業者が特定業務会員として本協会に加入
	11	■「社債の取引情報の報告・発表制度」及び見直し後の「公社債店頭売買参考統計値制度」を開始
	12	■「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」中間報告書の取りまとめ
	1	■ジュニア NISA の導入
2016	4	■確定拠出年金法に関する「指定運用方法の選定基準」及び「運用商品の提供数の上限設定」等に係る要望書を取りまとめ、厚生労働省等へ提出
	6	■「資産運用等に関するワーキング・グループ報告書」を取りまとめ、公表 ■「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ最終報告書」を取りまとめ、公表
	7	■金融・証券インストラクター制度の新設 ■「私募債等の商品審査及び販売態勢等のあり方に関するワーキング・グループ」の設置
	8	■「社債権者補佐人制度に係る社債要項及び業務委託契約について」を取りまとめ、公表
	9	■「コベナントの状況等に係る開示基準及び開示内容の例示等について(コベナント開示例示集)」を取りまとめ、公表 ■「協会のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン」を取りまとめ、公表
	11	■株式投資型クラウドファンディング業務のみを行う業者が特定業務会員として本協会に加入
	1	■(公財)日本証券経済研究所に設置した「証券業界と FinTech に関する研究会サーベイグループ」における報告書を取りまとめ、公表
	2	■社債の取引情報発表制度について、発表対象となる社債について見直し(複数格付け取得要件の撤廃)を行う規則改正を実施 ■「社債券の私募等の取扱い等に関する規則」の制定
	3	■「個人情報の保護に関する指針」等の改正
2017	6	■PTS 信用取引残高等の集計・報告等に関する検討結果を取りまとめた報告書の公表 ■「証券業界とフィンテックに関する研究会」の設置
	8	■公社債に係る各種統計について、公社債店頭取引に係る発表内容の拡充等のため、規則等を改正

年度	月	日本証券業協会における取組等
2017	9	■「証券業界における SDGs の推進に関する懇談会」の設置 ■「株券等貸借取引に関するガイドライン」及び「株式等におけるフェイルに関する留意事項」を取りまとめ、公表
	10	■国債の決済期間の短縮化（T + 1 化）後の各社における業務運用の確認のため、総合運転試験（RT）を実施
	12	■アジア地域ファンド・パスポート（ARFP）に係る国内制度整備を図るため、「外国証券の取引に関する規則」を改正
	1	■つみたて NISA の導入
2018	4	■認可会員による売買停止措置の適切性の確保等の観点から「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則」の一部改正等を実施
	5	■国債の決済期間 T+1 化を実施
	6	■子どもの貧困問題の解決に向けた証券業界としての具体的支援策等に関する報告書を取りまとめ、公表
	8	■投資未経験者・初心者向けウェブサイト「投資の時間」の公開
	9	■「SDGs に貢献する金融商品に関するワーキング・グループ」の設置 ■アジア証券人フォーラム（ASF）内に「SDGs の推進に関するワーキング・グループ」を設置
	10	■「非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ」の設置 ■本部事務所の移転
	11	■「SDGs の推進に関するバリ宣言」を採択・公表
	12	■「地域に根差した証券業の未来を考える懇談会」の設置
	1	■『株主コミュニティ制度に関する懇談会』報告書 ～株主コミュニティ制度の更なる利活用に向けて～の公表
	3	■PTS 信用取引の導入に係る「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則」等の一部改正を実施 ■SDGs の達成に資する金融商品の組成・販売の促進に向けた具体的方策等に関する報告書（第一次報告書）及び「SDGs に貢献する金融商品に関するガイドブック」を取りまとめ、公表 ■証券業界における生産的な雇用とディーセント・ワークの達成に向けた具体的施策や施策の実施状況に関する報告書（第一次報告書）、及び証券業界における働き方改革に関する事例集を取りまとめ、公表
2019	4	■SDGs に関する取組みが一般に周知されるよう、ミニ番組（「フューチャランナーズ～17 の未来～」）の提供
	7	■株式等の決済期間短縮化（T+2 化）の実施 ■「株主コミュニティに関する規則」の一部改正（株主コミュニティ制度の更なる利活用） ■「店頭有価証券に関する規則」の一部改正（事業承継を含む非上場会社

年度	月	日本証券業協会における取組等
2019		の経営権の移転等に資するため)
	8	■広報企画「100年大学投資はじめて学部」の開学
	12	■「こどもサポート証券ネット」の運営を開始 ■「プリンシプルベースの視点での自主規制の見直しに関する懇談会」の設置
	3	■総合取引所への移行に対応するため定款及び自主規制規則の一部を改正 ■「職場積立 NISA に関するガイドライン」等の一部改訂
2020	5	■商品関連市場デリバティブ取引取次ぎ等に係る業務のみを行う業者が特定業務会員として本協会に加入 ■「トークン化有価証券に関する意見交換会」の設置
	6	■「トークン化有価証券の取扱状況に関する報告要領」の策定
	7	■国債リテール取引及び一般債取引の決済期間短縮化（T+2 化）の実施
	9	■社債の取引情報の報告・発表制度における発表対象銘柄の範囲を拡大するため、本協会規則等の改正 ■「プリンシプルベースの視点での自主規制の見直しに関する懇談会」における検討結果を取りまとめた報告書を公表
	11	■自ら企業価値評価等が可能な特定投資家への店頭有価証券の投資勧誘規制の整備を目的として、「店頭有価証券に関する規則」の一部改正 ■株主コミュニティ制度の更なる利活用を目的として、「株主コミュニティに関する規則」の一部改正 ■「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」の設置 ■「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」の設置
2021	5	■「高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン」の改正
	9	■「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」の設置 ■外国株式信用取引制度の創設に伴い、実効性のある投資者保護を図るため、「外国証券の取引に関する規則」等を一部改正
	10	■「カーボンニュートラル実現に向けた証券業界に対するアドバイザリーボード」を設置
	11	■「金融サービス仲介業者を通じた有価証券の販売に関する規則」の制定
	12	■（一社）全国銀行協会との間で、MOU（金融経済教育の推進および子どもや若者の貧困対策に関する合意）を締結 ■協会員の採用時照会制度等の整備を目的として、「協会員の従業員に関する規則」等を一部改正
	1	■「サステナビリティ基準ワーキング・グループ」の設置
	2	■「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」における報告書を取りまとめ、公表

年度	月	日本証券業協会における取組等
2022	4	■「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則」等の制定
	6	■「社債レポ市場の整備に向けた課題対応工程（マイルストーン）」の策定 ■一般債取引にフェイルチャージを導入するため、「一般債の振替決済に関するガイドライン」等を一部改正 ■「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」報告書に記載された改善策のうち、早期に対応できる改善策の実現を図るため、「有価証券の引受け等に関する規則」等を一部改正
	7	■「中間層の資産所得拡大に向けて～資産所得倍増プランへの提言～」の取りまとめ ■「サステナブルファイナンス推進宣言」を策定・公表
	9	■（一社）日本 STO 協会と合同で「非上場有価証券等の PTS 取引に関する検討会」の設置 ■「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則」に基づく取引制度の愛称を「特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）」に決定
	10	■「中学校における金融経済教育の実態調査報告書」を公表
	2	■「仮条件の範囲外での公開価格の設定」等の実現を図るため、「有価証券の引受け等に関する規則」等を一部改正 ■M&A を資金使途とする公募増資の引受けに際し、主幹事会員が確認すべき事項及び発行会社に公表要請すべき事項等の見直しを図るため、「有価証券の引受け等に関する規則」等の一部改正

日本証券業協会50年の歩み

発行 2024(令和6)年6月27日

編集・発行 日本証券業協会
〒103-0027 東京都中央区日本橋2-11-2

印刷 図書印刷株式会社
東京都北区東十条3-10-36
