

# 21世紀の証券市場について

～ 金融構造の変革と今後の課題～

平成13年12月

財団法人 日本証券経済研究所  
「21世紀の証券市場懇談会」

## 意見の要約

### (市場改革の必要性)

- 1 日本版ビッグ・バンと呼ばれる金融・証券システム改革(金融市場改革)が必要になったのは、経済の発展とともに自らも変貌・拡大しつつ、我が国経済の成長に貢献してきた我が国の金融システムが、昭和60年代以降多くの面において円滑に機能しなくなり、早急に、金融システム全体について「総合的かつ抜本的」な改革を実行しなければ、内外から求められる金融の役割と責任を十分に果たすことができなくなっていると判断されたからである。

### (間接金融優位の金融構造の継続)

- 2 第二次世界大戦後、今日まで発展してきた我が国の金融構造の最大の特徴は、「間接金融の優位」である。昭和50年代に始まった国債の大量発行と国際化の進展(いわゆる二つのコクサイ化)、資本取引の原則自由化を認めた昭和55年12月の外国為替管理法の改正、昭和59年5月の「日米円・ドル委員会報告書」等に盛り込まれた自由化措置の実施、昭和60年代に本格化した預金金利自由化の推進、昭和55年1月の中期国債ファンドの導入や昭和58年4月の長期国債窓口販売の開始等に始まる金融革新(商品多様化)や業務規制の緩和の動き等、金融構造に影響が及ぶと予測された一連の改革も、間接金融優位の金融構造には大きな変化を与えなかった。
- 3 日本銀行の資金循環勘定により国内非金融部門向けの資金仲介のルートを見ると、昭和40年代・50年代、60年代を通じ、国内金融機関による資金仲介が全体の9割程度を占め、間接金融が主流になっている。平成年間に入っても基本的にこの状況は継続しており、平成8年でも、国内金融機関の仲介する資金の流れが8割程度である。残りの大部分は対内証券投資等であり、国内証券市場を通じる直接金融の占める割合は数%に過ぎない。しかし、国内金融機関による資金供給の形式をみると、有価証券の取得による割合は昭和60年代には2割程度であったが、平成3年からこれが4割から6割を占めるようになっており、株式保有や国債保有の増加等金融機関による証券形態を利用した資金の流れの比重が高まったことが注目される。

#### ( 経済・金融運営の基本的な枠組みの定着 )

- 4 このような間接金融優位の金融構造と裏腹の関係で、メインバンク体制の確立、銀行を中心とする株式持合い制度、長期雇用制度等我が国のコーポレート・ガバナンスにおける特色、家計の金融資産選択における根強い安全性指向、量的拡大を重視し横並びを意識する経営姿勢、事前調整を前提とする行政手法等が、我が国の経済・金融運営の基本的な枠組みとして広く定着するようになった。
- 5 定着した基本的枠組みには硬直的な面があり、昭和60年代に入り、経済・金融の各分野で自由化、グローバル化、情報化等の環境変化が顕著になってきた段階において、制度やリスク管理等がそれらの変化に十分に適応できなかった。また、政府や民間がこのような環境変化を十分認識していなかったために、バブル発生・崩壊の一連の過程では、その対応が不十分なものに止どまったという指摘もある。もっとも、制度面の規制緩和等の実施が市場関係者の意識や行動に具体的な影響を与えるまでには、ある程度時間を要することにも留意する必要がある。

#### ( バブルの発生・崩壊と金融構造の問題点の露呈 )

- 6 銀行等の金融活動においては、バブル発生期において、量的な拡大が指向され、金融本来の役割である質の管理が不十分になり、結果として、バブル崩壊による銀行等の仲介業や金融システムの傷を大きくしたことは否定できない。銀行は、家計等から豊富な貯蓄資金を吸い上げ専ら土地を担保にいわば土地神話に依存した形で積極的な融資を競い、銀行に期待されるリスク審査によるブレーキが弱くなっていたことは、しばしば指摘されるところである。また、証券市場においても多額の時価発行増資が行われたが、その多くの部分は直接・間接に銀行等の金融機関によって取得されることになった。事業会社においても、銀行融資や増資により調達した資金が十分効率的に活用されたかという問題があり、バブル期特有の過剰投資等も行われたため、バブルの崩壊により多額の不良資産を抱えることになり、経営全体を揺るがす事態を招いた事例も多数発生している。

(金融システムの安定確保のための公的資金の導入等)

- 7 上記の不良資産・不良債権問題は、我が国経済・金融全体に及ぶ大きな「負の遺産」であるが、平成6年の2信用組合の破綻、平成7年の住宅金融専門会社の処理等次第に表面化するようになった。さらに、平成9年以降発生した都市銀行、大手証券会社、長期信用銀行等の破綻は、単に個別行等の問題に留まるだけでなく、我が国の金融システムの安定性・健全性への内外の信頼を大きく傷付けることになり、そのような状況に緊急に対処するため、預金保険機構の機能が強化され、多額の公的資金の投入(交付国債の交付や借入れに対する政府保証の使用)が行われることになった。

(不良債権処理の長期化とその影響)

- 8 平成8年11月に発表された橋本ビジョンは、我が国金融・資本市場の再生を目指す市場改革への取組みと金融システム全体の病巣である不良債権問題の処理とを同時に進める方針を打ち出した。その際、金融システムの安定に細心の注意を払うべきことが明記されていたが、その後の展開をみると、不良債権問題の大きさとその処理の困難さがますます明確になっている。平成3年度以降平成12年度までに、全国銀行ベースで約68兆円の不良債権の処理が実施された(うち8割超がバランスシートから切り離されている)にもかかわらず、新規発生分があるため、平成13年3月末でみると、自己査定による多額の要注意先債権を含め分類債権残高は合計65兆円強であり、あまり減少していない。特に、不動産、サービス(レジャー等)、卸・小売り及び建設業において、依然として処理を要する不良債権の割合は相当大きいと見込まれる。
- 9 金融庁の予想でも、今後も処理を進めても、平成15年度までは大量の不良債権が新規発生するため不良債権残高はほぼ横這いに止どまり、同年度までの新規発生分を含め不良債権の処理が一段落して不良債権残高も正常化(主要行ベースで不良債権比率2~3% <平成12年度末5.7% >)するのは、平成19年度頃になるとされている。
- 10 銀行等の健全性確保に資するため、早期是正措置の導入、自己資本規制の見直し、時価法の導入等が行われるとともに、不良債権の実態公表とその処理を促進する措置が講じられるようになり、銀行等の関心は、当然そのような動きへの対応に集中する。そのような

状況において、一部に「貸し渋り」といわれるような行動もみられるという指摘がなされており、新たな不良債権の発生を避けるために適切な審査手続き等は必要としても、銀行等において、許容すべきリスクを負担して中小企業・ベンチャー企業等に対し資金を供給することに過度に消極的な傾向が生じているのであれば、金融システムの大宗を占める間接金融がその機能を十分に果たしていないことになる。

(政策課題として確認された金融構造の変革)

- 11 このように、銀行等を通じる間接金融について、(a) 資金仲介者としてのリスクの判断が的確に果たされなかったこと、(b) その結果生じた不良債権の後始末のために今後相当の時間と資源を要すると見込まれること、(c) そのために、本来の前向きな資金供給に何らかの制約が生じるおそれが強いこと等を踏まえると、引き続きローンを中心とした間接金融中心の金融システムを維持し、それに依存することは困難であり、また、適当でないと考える。また、今回のように多額の公的資金を投入せざるを得ない事態の再発は極力回避する必要があり、預金ペイオフの解禁も近づいているので、専ら銀行等の仲介業者が資金供給に伴うリスクを負担する間接金融に偏重した金融構造は、速やかに変革することが望ましい。
- 12 その後推進された「証券市場の総合的改革」により市場機能の向上を目指す多くの具体的な改革項目が実現してきたが、それとともに、今後資金の出し手である利用者・投資家が自らリスクを負担する直接金融や証券市場を活用する市場型間接金融の比重を高めることが重要であるという認識が各方面に深まり、このことは、今や政府の重要な政策課題の一つとして確認されている。
- 13 間接金融に偏したローン中心の金融構造では、資金供給に伴うリスク負担が限られた銀行等の金融機関に集中することになるが、前述したような金融や金融機関を巡る内外の諸状況、制度、政策等が急激に変化してゆく中では、このこと自体、金融機能の円滑な発揮を阻害することになりかねない。また、基本的に相対取引の性格を有する間接金融においては、メインバンクとしての配慮、長い取引関係から生じる「しがらみ」の影響、競争条件の不透明性等が重なって、リスク評価面等で「ディシプリン」が弛緩してしまうおそれが強いという指摘もある。我が国の現状を見ると、こうした間接金融の姿が、債券の発行

条件にも影響を及ぼすといった形で、直接金融の健全な発展を阻害している面も否定できない。直接金融では、基本的には、適切なディスクロージャーによる情報に基づいてオープンな場で形成される価格が基準となって資金が流れることになる筋合いであり、このような直接金融の市場整備を進めていけば、これを通じて経済全体として適切なリスク・テイクとリスク配分が図られることとなり、直接金融と間接金融との望ましい役割分担が実現し、間接金融の機能発揮にもよい影響を与えることが期待できる。

- 14 ローン中心の間接金融に偏重した金融構造を変革し、直接金融や市場型間接金融の比重を高める必要があることについては、70年代まで我が国経済の発展を支えてきた経済・金融システムが内外の状況変化により行き詰り、不動産バブルとその破裂を惹起したのであり、市場機能を活用して効率的な資源利用を図る方向で我が国経済・金融全体のモデル・チェンジが必要になっているととらえるべきだという指摘もある。

(本懇談会の審議内容)

- 15 本懇談会は、前記のような基本認識を形成しながら、証券市場を中心に、

橋本ビジョンの公表後の市場改革の進展状況を整理したうえ(第1)

現時点までの市場改革について評価を行い(第1)

残された課題と今後の取組みの方向を明らかにする(第2以降)

ことに努めている。なお、の課題と方向については、投資家に関する問題(第2)、発行会社に関する問題(第3)、証券会社等の仲介業者の問題(第4)及び行政の課題(第5)に別けて整理した。

## (市場改革の進展状況)

16 市場改革のこれまでの進展状況を総括してみると、

制度的な市場改革の枠組み整備は大幅に進展をみている

市場利用者や仲介業者は、新しい枠組みをどう活用して市場改革の成果を享受するかという実践の段階に入っている

これまでの過程で、間接金融から直接金融・市場型金融への転換が必要という合意が広く形成されている

市場改革の影響は各方面に及んできているが、投資家(家計等)、発行会社及び仲介業者(証券会社等)が市場改革の成果を十分に受益するためには、長年定着してきた行動様式・意識等の変革が必要であり、その実現までにはなお時間を要すると判断される状況にある

ことが指摘できる。

## (残された課題1 - 家計の金融資産選択の変化)

17 現段階において、全体としての市場機能をみた場合に、市場改革が目指した証券市場の役割が果たされており、国際的に通用する証券市場として「再生」できたかが問題である。まず、国民の効率的な資産形成に役立っているかについては、個人の資産運用は依然として安全性を重視した行動になっており、外貨預金の増加等その兆しが無いわけではないが、資産選択の変化はまだ顕著にはみられない。新しい枠組みを活用した有利な商品が積極的に提供されることも重要であるが、証券市場・証券業務への信頼性を高めることが不可欠であり、この面で証券会社等の仲介業者の責任は極めて重い。また、経済全体の回復や企業収益の改善が実現し、それが証券投資の成果を向上するようにならないと、証券投資への選好が盛り上がることは期待できないことに留意すべきである。同時に、市場改革の成果を得るためには、投資家自身も、自らの責任において、証券投資について調査・研究・判断するという実践が必要になることを強調しておきたい。

(残された課題 2 - 資金調達における証券市場の積極的活用)

- 18 市場改革の結果、公開会社等の証券市場を利用する資金調達の選択肢は非常に多様なものになり、それらを適切に組み合わせて効率的な資金調達を行うことは、企業の財務戦略における重要な課題になっている。しかし、相当数の企業において、未だにメインバンク等の間接金融を中心とする伝統的な資金調達方式を温存する意識が根強く残っており、また、企業収益の低迷が続き証券市場を活用できるための前提が整わないために当面証券市場にアクセスすることが困難な企業も存在するので、全体としてみると、資金調達面の市場改革の目的が達成されているとはいえない。
- 19 証券市場を利用して資金調達を行う場合には、資金の出し手になる投資家や市場に対し、会社の現状、収益状況・将来の見通し、リスク要因等投資判断において有益な企業情報を適時・適切に発信していくことが必要であり、法定の開示制度のほかにも、IR活動、株主との対話等十分な配慮がなされなければならない。この点について企業側の認識も強まってきているが、引き続き、コーポレート・ガバナンスの重要事項として取り組む必要がある。
- 20 公開会社においては、株主や市場環境等に十分に配慮して、最近の会社法制の改正目的に沿って、投資単位の株式の取得に必要な最低投資金額を引き下げてその取得を容易にしたり、市況等に応じ自社株（金庫株を含む）取得を実施する等の対応も必要である。
- 21 従来の日本型経営の問題点が露呈していることに加え、証券市場における資金調達が基本的には株価等の市場における会社の評価に依存することへの認識が深まるにつれ、経営において、収益性や自社の投資価値を重視する姿勢に転換する動きが生じており、コーポレート・ガバナンスのあり方についての関心も強まっている。しかし、総論的には、「資本市場からの資金調達の拡大、メインバンクの役割の縮小、株式持合いの解消等を推進し、金融資本市場における自企業の投資価値を重視する経営姿勢に転換を図る」という認識が多数を占めるようになってきているものの、各社ベースの自社の対応になると、必ずしも具体的な経営の変革には至っていないという指摘もなされており、現時点では、なお理念と実態との間にギャップが残っている。

22 今後企業は資金調達・企業再編等のニーズが増大し、証券市場を積極的に利用することが期待されるが、選択できる方式も多様化している状況において、市場に精通している証券会社等の専門的な知識や助言を求めることが必要になる。企業の業務展開や財務活動が活発化して、証券会社等の高度な投資銀行業務がそれに適切に対応できることは市場改革の重要な目的であり、投資銀行業務を行う証券会社等の態勢強化及び企業と仲介業者との適切な関係の確立が引き続きの課題である。特に、企業と市場の関係は継続的なものであり、資金を供給する株主・投資家等の立場にも配慮することが市場機能を利用する前提になることを認識する必要がある。

23 公開会社において証券市場を活用する資金調達に関心が強まっているが、伝統的なメインバンク等からの融資への期待も相当程度残っている。制度的にも、企業の規模・成長段階に応じて、証券市場を活用する直接金融と銀行融資等の間接金融との望ましい役割分担を確立する必要がある。一般的にいえば、要調達額があまり少額ではコストも高くなり証券市場の資金調達には適していないし、経営の基礎が固まっていない企業による公募方式の資金調達には困難が伴う。また、間接金融と直接金融との適切な分担関係としては、融資債権を証券化商品に組成したうえ、それを証券市場において流動化するというような一連の市場システムが実現してきており、今後の一層の発展を期待したい。

### (残された課題3 - 新興企業への円滑な資金供給)

24 ベンチャー企業等(新興企業)の育成が重要な政策課題になり、創業段階の企業への資金供給の円滑化のために証券市場を活用することが強調され、それら企業の新規公開を容易にするために、公開基準を緩和する等の措置が講じられてきた。新興企業のための市場と位置付けられていた株式店頭市場(ジャスダック市場)のほかにも、東京・大阪証券取引所等に新興企業のための市場も開設され、それら相互の市場間競争も激しくなっており、平成8年以降のジャスダック市場等への新規公開企業は、計600社以上に達している。

25 これまでの展開において、新興企業の公開等を容易にするという方向が強調される嫌いもあったが、これらの市場の運営においては、(a)投資家が新規公開企業の将来性とリスクについて判断できるような情報が十分に提供されるよう配慮すること、(b)流動性が低い銘柄が多いのでその流動性の確保・向上に努めることが基本的に重要な課題であり、引

き続き、リスクファクターの開示、マーケット・メイカー制度の定着等に取り組む必要がある。

- 26 新規公開に際しその銘柄への人気が過熱化し異常に高い公開価格や株価が形成されたり、公開直後に最高値を付けた後長期間株価が低迷して、売買高が極端に細るような状況も出現する。創業者等は、新規公開において売買益等を実現できることは当然であるが、同時に、公開後の経営において、自社の成長性等に期待して出資した株主の満足が得られるような成果を挙げる責任を負っていることに留意しなければならない。
- 27 新規公開の機能が円滑かつ適正に行われるために、公開業務を担当する証券会社と市場運営者は、資金とリスクを負担する投資家の立場にも配慮しながら、公開企業に相応しい発展性や技術力を有する企業を的確に選別する必要がある。公開業務の手数料収入や幹事会社・上場会社数を獲得するために公開企業寄りの公開業務や市場運営になっている、という批判を受けないよう、注意する必要がある。
- 28 株式公開のほかにも、私募債や証券化商品等の仕組みを活用して中小企業・新興企業への資金供給を図ることは引き続きの重要な課題であるが、この分野においては、銀行融資等の間接金融による対応との適切な役割分担について整理される必要がある。

#### ( 残された課題 4 - 国際的に利用される証券市場の実現 )

- 29 海外からの証券投資は国際分散投資の重要な構成要素になっており、特に株式投資においては、上場企業の株式構成で外国投資家が13%強を占め、東京証券取引所の株式売買高の4割以上が外国投資家の発注分になっている等極めて活発である。また、外国投資家によるわが国の国債売買も活発に行われている。
- 30 しかし、海外の企業等による我が国の証券市場における証券発行をみると、円建て外債(サムライ債)の発行は相当な規模に達しているが、株式については、新規公開を含め極めて少ない。

- 31 機関投資家等の外国株式・外国債券への投資も活発に行われているが、その大部分は海外の市場で執行され、国内の市場における取引は少ない。国内に上場されている外国会社は、平成13年10月末で39社に過ぎない。
- 32 米国の大手証券会社を含め51社の外国証券会社が我が国に進出し、ホールセール分野を中心に営業活動を展開し、その存在感を高めている。時に、投資銀行業務において国内証券会社を越える評価を受ける反面、新規商品の導入等に関連して証券業務に係る違法行為も表面化している。
- 33 以上みたように、我が国の証券市場の「国際化」は各面で進んでいるが、今後、海外の発行者に対する発行市場としての役割を高めるために、特に、ユーロ市場を利用した起債（非居住者ユーロ円債）との比較において、利用し易い市場を実現するための努力が必要である。
- 34 他方、今後我が国において継続的に多額の国債が発行されることが見込まれるので、その円滑な消化に資するため、海外投資家が国債投資をより選好するように、国債関連税制の見直しを含め、種々の施策を講じることが重要な課題になる。
- 35 国際的に活用される市場として早急な取組みが必要とされるのは、市場の最も基本的なインフラであり、国際的にみて立ち遅れが目立つ証券決済制度の整備である。

（残された課題5 - 仲介業者の積極的な役割発揮と信頼性の向上）

- 36 市場改革の進展により証券会社等の仲介業者の経営環境が大きく変化するとともに、株式市場の低迷が長引いているため、個々の証券会社等は、経営体制を見直したうえ企業の再編等を行い、新しい経営戦略を確立するために厳しい努力を続けている。当面「守りの経営」を指向することはやむを得ないとしても、顧客のニーズを見極めて、顧客にアピールできるような個性ある経営を展開することが必要不可欠であろう。
- 37 市場改革において、証券会社等は、市場や商品に関する環境整備が進む中で、顧客のニーズを敏感にとらえ、多彩で魅力ある商品・サービスを開発・提供する「活力ある仲介

業者」として、その推進役を果たすことを期待されていたが、証券界としては、実際にそのような期待に十分応え、その責任を果たすことができたかについて、常に点検するという姿勢が重要である。

38 証券会社の業務はリテール業務とホールセール業務とに大別されるが、多くの証券会社は、専ら前者の個人投資家のためのブローカー業務やセリング業務に特化している。この分野では、顧客の求める多様な商品を提供し、その売買注文等を迅速に執行することのほか、顧客の投資判断に必要な情報提供や助言を適切に行うことが基本的な課題である。

39 リテール分野における商品提供は近年相当多彩になっているが、証券改革において今後重視すべきものは、米国等の事例に照らしても、投資信託の活用・定着である。多様な投資信託が登場できるように法的整備はほぼ完了しており、その活用を図る段階であるが、何よりも、投資信託という商品に対する評価がこれまで高くなかったことに留意する必要がある。市場改革における投資信託の重要性を踏まえ、関係業界が一体となって、顧客のニーズに応じた投資信託を開発し、専門家の運用であると誇れるパフォーマンスを実現し、顧客本位の販売姿勢を確立するために、引き続き全力で取り組む必要がある。

40 リテール分野における今後の重要課題の一つは、電子化取引（インターネット取引）の活用である。電子化取引は急速に定着しており、制度的にも目論見書等のインターネットを利用した「交付」が認められる等整備が進んでおり、米国等の事例からみても、電子化取引を利用する顧客は増加すると見込まれるので、営業面・規制面において迅速な対応が必要である。

41 顧客に対する適正な投資勧誘、情報提供、投資助言等については、証券規制の重要な対象とされ、法令や自主規制ルールにより明確に規定されており、証券界においても、各証券会社においても、それらが営業活動の第一線まで徹底するように継続的な努力が続けられ、特に、直接顧客に接する証券外務員の教育・研修活動や内部管理・法令遵守（コンプライアンス）体制の充実に重点が置かれてきた。しかし、営業重視の経営姿勢が行き過ぎる事例が表面化したり、顧客に発生した損失について紛争が起り顧客に対する説明義務が十分でないことが指摘されること等により、その証券会社だけでなく、証券界全体に対する信頼感を傷つける結果を招いている。

- 42 市場改革により多様な商品が投資家に提供されることが期待されているが、反面投資リスクの大きい商品も投資勧誘の対象になるので、顧客に適した商品を選択して、顧客に対しその商品の性格・リスク等を正確に説明することが仲介業者の基本的な役割になる。この役割は相当に難しいものであるが、これが達成できなければ、顧客と証券市場との接点になっている証券会社等への顧客の信頼感、ひいては投資家・国民の証券投資・証券市場に対する信頼感を回復・向上させることは到底期待できず、市場改革の第一の目的である家計等の資産運用を証券市場にシフトさせることも困難になる。
- 43 証券界としては、この問題の重要性を踏まえ、行政当局との連携を図りながら、引き続き、投資勧誘等の適正化を徹底するため、ルール遵守の営業方針の確立、役職員の研修等の強化、ルールの遵守状況の検査・監査の充実、違反事例に対する厳格な制裁等に取り組む必要がある。同時に、顧客や投資家の証券投資特にそれに伴うリスクへの理解を深めるため、投資家等に対する証券教育のための活動を一層積極的に展開すべきである。
- 44 ホールセール分野の活動は機関投資家等との売買取引や投資銀行業務に代表されるが、何れも証券取引のプロ同士の大口の取引であり、関与する仲介業者も限定的であり、証券会社等の専門的な実力発揮が激しい競争の下で試される世界である。機関投資家等との大口取引では、証券会社等において、顧客のニーズに即した多様な取引形態を組み合わせ、低コストで迅速に処理することが求められ、また、投資銀行業務では、大型の合併・企業再編、財務強化のための資金調達、新興企業の公開、自社株の取得、不良債権の流動化等の多様な課題に応じ、証券会社等が証券市場の機能を積極的に活用して問題の処理に寄与することが期待されている。
- 45 これらの業務は高度の専門的な能力が必要であり、そのために有能な専門スタッフを確保・養成することが非常に重要な課題になろう。国内においても、国際的にも外国系の証券会社を含む仲介業者の競争は激化しており、一部には外国勢が優位にあるという意見もみられるところであり、国内業者の一層の体制整備を期待したい。
- 46 投資銀行業務については、厳しい競争環境の中で証券会社等が当面の発行会社の立場に片寄り過ぎているのではないかと、例えば、引受業務において、幹事証券会社が発行会社との営業関係を確保することに重点を置いて、結果として市場機能を歪めることになったり、

市場における資金の出し手である個人投資家等の立場を十分に配慮しなかったという批判もあるところであり、証券市場に対する信頼性の確保・向上のためにも、市場の仲介役である証券会社等の今後の業務展開において、特に留意する必要がある。

(残された課題 6 - 行政の適切な対応への期待)

- 47 一連の市場改革の進展において、金融・市場行政を担当する行政当局は、関係審議会等を活用しながら、市場改革の枠組みの設定、必要となる多くの法令整備と適用、規制緩和や競争促進のための制度・慣行の見直し、市場改革に対する理解の増進等に主導的に取り組んできた。同時に、行政組織の再編が実現し、市場改革の一環として行政手法の転換が行われる中で、自らの体制整備を進めている。
- 48 平成10年の金融システム改革法以降多数の新法や改正法が逐次成立・施行されており、予定された市場改革の枠組み整備はほぼ完了しているが、市場改革の目的達成は、まだ道半ばである。市場改革と並行して進められた不良債権処理問題は、これまでの種々の取組みにもかかわらず、なお時間を必要とする重い課題になっている。
- 49 平成12年7月の金融庁の発足に当たり、長官談話の形で「安定的で活力ある金融システムの構築」と「金融市場の効率性・公正性の確保」を業務の主要課題とすること等が発表されている。行政当局においては、引き続き市場改革と不良債権処理問題を推進しながら、金融・証券システムをさらに発展させることに設計者的な役割を果たすとともに、広範囲な規制当局として、市場機能が健全に発揮できるための不可欠な市場規制や業者監督を適切かつ効率的に展開することが必要である。
- 50 新しい行政手法では明確なルールを設定することが基本であるが、その制定・改正等の過程を透明なものにすることが重視され、既にいわゆるパブリック・コメント手続も導入されている。ルールの適用等を円滑にするためにも、このような枠組みが今後さらに実質的に機能することを期待したい。
- 51 金融行政・市場規制の分野で行政が直面する問題には技術的・専門的な性格を有する事項が多くなり、それを適切かつ迅速に処理していくためには、行政の専門的・先見的な能

力を高めることが必要である。また、近年、国際金融市場の安定性確保等の金融行政・市場規制の課題を国際的な枠組みにおいて処理していく、という動きが顕著になっている。我が国としても、そのような国際的な検討の場において国際基準の策定作業等に積極的な役割を果たすことが重要であり、国際的に活躍できる専門家の養成等の体制整備が緊急の課題になっている。

52 行政としては、金融・証券業務の急速な状況変化等に即応できるように最新の情報を把握する必要があり、また、上記の国際的な取組みとの関連において関係業界の協力を確保するためにも、関係業界との円滑な意思疎通を確保することに配慮し、具体的な工夫を講じるべきである。特に、証券規制の分野では、制度上日本証券業協会等の自主規制が行政の直接規制を補完することになっており、自主規制ルール、業界ガイドライン等を含め全体として効率的な規制体系を実現するためにも、行政と業界との密接な意見交換等が極めて重要である。

53 自主規制機能については、効率的に所要の規制目的を達成できるという基準に沿って、自主規制団体の態勢整備にも配慮しながら、具体的な分担内容を明確にすることが必要である。

54 事後チェック型の行政手法においては、ルールの遵守状況を継続的に十分にモニターできることが必要であり、特に証券市場の公正確保のためには市場監視の体制を整備し、不公正取引を迅速に摘発できることが必要である。証券取引等監視委員会が平成13年7月に発表した活動方針においては、個人投資家の保護に全力を挙げるため、悪質な証券会社等の徹底摘発、市場の公正性を損ねる証券犯罪の一掃等を目標として、人員の増強、情報収集・分析能力の向上等の態勢整備を行うことを明らかにしている。証券会社等の悪質なルール違反を厳しく摘発することは当然であるが、証券検査の対象となる証券会社側においても、検査は、自社の営業姿勢の適正化、法的トラブルの未然防止等に役立つ有益なものであるという認識が深まることが望ましいので、具体的な検査手法や検査官の教育研修について種々の配慮と工夫が必要である。

55 市場監視の面では、市場取引が多様化する状況で公正取引の確保の重要性は一層高まっており、また急速に発展しているインターネットを利用する投資勧誘、市場情報の提供等

が広まることに伴い、それを悪用する証券詐欺等の違法行為が行われることをどのように防止・摘発するかが国際的にも重要な課題になっていることを踏まえ、証券取引等監視委員会等の態勢整備を急ぐべきである。

56 証券決済システムの見直しの必要性については広く合意が成立しており、金融審議会第一部会で審議も再開しているが、比較的短期間に、立法措置を含む広範な問題を処理する必要に迫られており、今後、行政も積極的な役割を果たすことが必要であろう。

57 市場改革の一環として証券税制の見直しが提言されていたが、懸案の株式譲渡益課税については見直し案がまとまり、今回の臨時国会において所要の税法改正が成立した。今後、この改正内容を円滑に適用できるよう種々の準備を急ぐとともに、証券税制見直しのうち残された課題、例えば、申告不要（一部簡易申告）制度の創設や株式投資信託の税制、国債関係税制、配当課税の見直し等に取り組む必要がある。

58 金融庁は、平成13年8月「証券市場の構造改革プログラム」を公表し、個人投資家が主役の証券市場を構築するためのインフラ整備等具体的な改革内容を列記しており、当面行政が関心を持つ課題が明らかにされている。列記された課題については、前述した本懇談会の問題意識と共通するところも多いが、同プログラムの基本的な考え方において、「証券市場による直接金融の機能を高めることが喫緊の課題」であると改めて明記されていることが注目される。

#### （総括）

以上のように、市場関係者のそれぞれについて道半ばの市場改革の残された課題を整理したが、最後に、市場改革の目的達成のために今後何が重要かについて簡潔にまとめておきたい。

59 我が国の金融構造は、長く銀行を中心とする間接金融が支配的であった。また、我が国の企業経営の基本的な構造も、メインバンク制や株式持合い制等間接金融と密接に結びついたものであった。他方、証券市場や直接金融は、その重要性が強調されることはあったものの、一貫して金融構造の脇役に留まっていた。

- 60 このような状況において、資金の出し手である家計、資金の取り手である企業、市場を監督する行政当局がともに、銀行を中心とする間接金融（融資機能）を証券市場を活用する直接金融よりも重視し、銀行を証券市場の仲介役である証券会社よりも高く評価するような傾向が次第に定着することになった。もちろん、証券行政や証券界の継続的な努力により証券市場の重要性への認識は徐々に高まってきたが、基本的な評価の違いを解消するには至っていない。
- 61 大部分の家計の資産選好における支配的な意識は貯蓄＝銀行預金（郵便貯金）であり、企業の支配的な資金調達もメインバンク等からの融資が大宗を占め、増資や社債発行による資金調達は限界的なものに留まっていた。
- 62 直接金融の仲介役である証券界においても、このような状況が定着する中で、法人営業や引受業務の展開において、間接金融重視の枠組みを前提とした発行会社等の意向を重視することになり、また、個人営業においても、限られたプロ的な顧客を重視したり、短期の売買益の獲得をセールスポイントにする傾向があった。しかし、このような営業姿勢は直接金融や証券界の評価を高めることよりも、むしろその限界を意識させることにつながり、結果として直接金融の発展を阻害することになった。
- 63 平成8年以降の市場改革においては、市場機能の再生を旗印に規制緩和や競争促進を図る一連の制度改革が実現し、各方面にその影響が及ぶようになり、関係者の対応も始まっている。しかし、経済全体の低迷もあって、今のところ、家計の資産選択や企業の資金調達等の行動様式に、市場改革が目的としているような変化は十分に現われていない。
- 64 一方、官民挙げての努力にもかかわらず、不良債権処理問題は難航し今後さらに相当な期間を要することが明らかになるとともに、我が国の金融システムにおいて従来の間接金融中心の金融構造を続けることは適当でなく、証券市場を活用する直接金融・市場型金融の比重を高めることが必要という問題意識が強まり、この実現が政府の重点課題として確認されることになった。
- 65 この課題を達成するためには、既に整理したように、市場関係者－家計・企業・仲介業者・行政－のそれぞれが残された課題に取り組む必要があるが、特に、証券市場の専門的な仲介役である証券会社等が積極的な役割を果たすべきである。

- 66 何よりも、証券会社等は、公正・透明な証券市場で形成される価格を軸に、資金やリスクを仲介し、適正に配分するという市場機能が発揮されるためには、仲介役としての自らの存在・役割が不可欠なものであることを自覚し、金融システム改革の実現に大きな責任を有していることを認識する必要がある。
- 67 さらに、専門的な市場の仲介役の立場から、市場機能の高度化・公正確保のための努力を続けながら、資金を運用する家計・投資家と資金を必要とする企業・調達者との双方に対し、それぞれに魅力ある商品・サービスを提供することに努める必要がある。この場合に重要なことは、証券会社等の提供する商品・サービスはあくまで市場原理を踏まえたものであることを明確にしたうえ、顧客の甘えを安易に受け入れることなく、むしろ、個人投資家には自己責任の徹底を、発行会社には投資家への十分な利益還元やディスクロージャーの充実をそれぞれ求める等、市場機能の発揮のために必要なことは的確に要求する、市場の「守護者」としての姿勢を明確にすることである。
- 68 証券会社等のこのような行動により、市場参加者に適切な要求を行いながら、市場機能を高めつつ、直接金融・市場型金融を重視する市場改革を推進することができれば、証券会社等への評価は一段と高まり、それが直接金融・市場型金融の一層の拡充に結びつくという望ましい循環が生じることが期待できる。
- 69 このような行動が有効になるためには、個人営業、法人営業、投資銀行業務、資産運用業務等の各分野において、優秀な人材の確保等態勢の整備が必要であろうが、何よりも証券会社等の経営トップのリーダーシップと役職員全体の意識改革が必要不可欠である。また、証券会社等においてルール違反が続発しその信頼性が欠如しているような状況では、正当な発言・要求もその説得力が弱まることになるので、証券界全体として、ルールを遵守した業務運営を徹底することが絶対的な前提条件になることを認識すべきである。
- 70 証券界のこのような取組みには困難が伴うことになろうが、直接金融・市場型金融を重視する金融システムへの転換がこれほどに重視され、政府ベースにおいて重要な政策課題として確認されたのは初めてのことであり、証券会社等は、この機会を最大限に活用して、金融システムにおける証券市場と証券界の地位の向上を実現し、21世紀の我が国の経済運営に貢献すべきである。