

座談会

市場改革と証券行政の展開

〔出席者〕

（発言順、官職は座談会当時）

金融庁

総務企画局企画課長
（現総務企画局総務課長）

大藤 俊行

総務企画局市場課長
（現総務企画局信用課長）

乙 部 辰 良

総務企画局市場課企画官

山 崎 晃 義

監督局証券課長
（現総務企画局総務課特定金融情報室長）

金 井 達 也

総務企画局国際課企画官

松 尾 直 彦

総務企画局政策課企画官
（現兼監督局銀行第二課金融会社室長）

橋 本 元 秀

司会

日本証券経済研究所理事長

関 要

今回の座談会は、平成一五年六月二〇日と六月二六日の二回に分け、日本証券経済研究所会議室において開催した。速記原稿を編集したうえ、参加者の皆様に七月末までに所要の補筆を加えていただいている。

目 次

はじめに――一年間の証券行政の展開	3
「金融システムと行政の将来ビジョン」とその具体化のための取組み	16
市場改革と株価に対する考え方	28
金融審議会の審議状況	42
証券会社規制の考え方	51
「国際基準」を巡る動き	57
商法改正とコーポレート・ガバナンス問題	66
証券税制の画期的な見直し	69
証券決済制度改革の進展状況――ペーパーレス化の実現	78
コーポレート・ガバナンスと機関投資家の役割	82
市場構造を巡る諸問題の今後の検討	86
引値保証取引の適正化	89
行政処分の考え方	94

はじめに——一年間の証券行政の展開

関理事長 本日はお忙しいところお集まりいただきまして、ありがとうございます。

今年で三回目になりますが、金融庁で証券関係の行政を直接担当されておられる課長や企画官の皆様にお集まりいただいて、ここ一年間の証券関連行政のいろいろな展開について、金融庁の問題意識や考え方等について閣達にお話いただきたいと思っております。もちろん、単に一年間というだけではなく、一連の市場改革、構造改革が進められてきた市場改革の課題や政策目的がどの程度達成されたのか、残された課題としてどういうものがある、今後どういう取組みがなされるだろうかと、前後にも幅を持たせてお話をしたいだければ大変有益だろうと思えます。

公表されている政策文書以外にも、部門での検討過程では種々議論があり、実施にあたってのご苦労話も多いと思いますし、また、行政の展開を受けとめて市場関係者がそれぞれの立場で対応しているわけですが、そういった民間側の取組みについて評価とか、もっとしつかりやれというようなお叱りもあるかもしれませんが、そういったことを含め率直に語っていただければと思います。こういう座談会によって、証券業界等において、行政の考え方等の理解が一層進むことを期待しておりますので、よろしくお願いいたします。

最初に、御参加の六人の方にお一人ずつお話をしていたくことにして、その際にこういう仕事を担当しているということを簡単に説明していただければありがたいと思います。

一連の市場改革、構造改革がずっと進展してい

るわけですが、この一年間をとってみると、昨年の八月に「証券市場の構造改革プログラム」の第二弾というものが発表されました。そのあたりからスタートさせていただいて、まず、全体の企画を担当されている金融企画局の大藤企画課長の方からお話していただけますか。

大藤企画課長 私ども企画課の仕事について説明する前に、まず金融庁の組織の概要をお話した方がよろしいかと思えます。金融関係の組織は、大蔵省時代は銀行局、証券局というように、どちらかといえば縦割りの組織だったわけですが、これも、金融庁では横割りの機能別の組織になっています。総務企画局企画課では、いわゆる制度の企画立案について、法律改正等を含め広く担当しております。総務企画局のいわゆる企画セクションには、企画課、市場課、企業開示参事官室それから信用課があります。主に市場関係に対応する仕

事は市場課が担当しており、企業会計基準でありますとかディスクロージャーに関係することにつきましては企業開示参事官室が担当しております。

企画課では、企画セクション全体にまたがるような事項について担当しています。例えば消費者保護でありますとか、最近でいいますと本人確認法の制定といった事案です。また、企画セクション全体の総務課的な仕事も担っています。

今お話のございました「証券市場の構造改革プログラム」は、昨年八月に取りまとめられました。これにつきましては、その背景ということでもう少しお話したらよろしいかと思うのですけれども、我々として、金融ビッグバンの大きな取組み以降、証券市場の整備でありますとか、さまざまな課題に取り組んできています。いわゆる証券市場改革ということでこれまでの流れを振り返っ

てみますと、まず、平成九年から一〇年にかけて金融システム改革ということで、いわゆるビッグバンといわれるものですが、非常に大きな改革に取り組んだわけです。その基本的理念は、まさに抜本的な改革を行うということで、市場原理を徹底し、競争的な環境の整備を図り、自己責任原則を徹底するという考え方で、市場仲介者、投資対象など非常に広範な分野にわたり取組みを行ったということです。



大藤企画課長

そういったものを裏づけするために、いわゆる金融インフラ三法でありますとか証券決済システム関係法令の整備とか、そういったものに取り組んできたということでもあります。それでは、当初考えていたようなものが完全達成できたかということ、なかなかそう簡単にはいえないということと、ございまして、いろいろとまだ課題が残されているということだろうと思います。

このような中で、平成一三年八月に、「証券市場の構造改革プログラム」ということで、個人投資家の参入を促進する観点から、いろいろな角度から当面の課題を着実に実施するというところで取りまとめを行って対応したところです。これを踏まえ、さらにその徹底を図るため、市場課を中心にいたしまして、市場に係する人々等から広範なヒアリング等を行いまして、証券市場を整備していく、あるいは改革していくに当たって何がま

だ不足しているのか、何が必要なのかということ
でいろいろと検討を行い、それを取りまとめたもの
が、昨年八月に取りまとめたいわゆる「証券市場
の改革促進プログラム」ということです。

これは三つの柱で成り立っております。(1)だれ
もが投資しやすい市場の整備、(2)投資家の信頼が
得られる市場の確立、(3)効率的で競争力のある市
場の構築という三本柱で対応が必要とされている
課題を整理したということです。

金融庁として、これにつきましてはできる限り
早急に対応する必要があるということで、法律改
正によらないでも対応できるものにつきまして
は、できる限り迅速に実施できるようにというこ
とで、政令、府令の改正等に取り組み、逐次実施し
てきているところであります。

さらに、これに盛り込まれたもののうち法律改
正が必要な事項というものにつきましては、金融

審議会に関係のワーキング・グループを立ち上げ
まして、内容を取りまとめて、この通常国会にお
諮りしたところです。第一は証券取引法の改正で
あり、第二は公認会計士法の改正ということで、
どちらも法律改正としては相当密度の濃い、大改
正であるということができると思います。

この一年間というのは、我々としても非常に盛
りだくさんの一年間だったというように考えるこ
とができると思います。

関理事長 ありがとうございます。大藤さんのお話のように、近年の金融庁の証券行政の流れをみれば、一連の市場改革、構造改革にずっと取り組まれて、いろいろな制度改革も進んできたと思います。これらの改革の積重ねのうえにこの一年間の行政の流れがあるわけで、市場改革、構造改革の進展、その現状あたりについて、乙部市場課長の方からお話いただけますか。

乙部市場課長

市場課は証券市場関係の企画立案全般を担当しております、証券市場の構造改革が最近の仕事の大きなテーマでありますけれども、橋本内閣時代の金融システム改革以前は、市場で業態別の秩序を前提に徐々に規制緩和を図っていくというやり方だったのが、金融システム改革で、抜本的に改革するという大きな流れができたと思っております。

その中で、市場、市場仲介者、投資対象という



乙部市場課長

大きな改革が行われたわけで、その後も取引所の株式会社化とか、短期社債（CP）のペーパーレス化、あるいは金融商品販売法、SPC法、投信法等、どちらかというと業態別の制度というよりは横断的な制度整備が進んできたわけですけれども、他方で、どんな成果が上がったかという成果の方から見ると、株式の委託手数料も下がりましたし、ネット証券とかいろいろ特色あるものは出てきているわけですが、一般投資家に広がりが出たかという、ほとんど目に見えるような効果が出ていないわけです。

個人金融資産は一四〇〇兆円もありますけれども、株とか投資信託のようなリスク資産の占めるウェイトは、株価が下がっているということもあります、むしろ減ってきていて、欧米が増えてきているということとは非常に違うわけです。結局、日本の証券市場が金融システムの中で担う位

置づけは大きくなっていったような気がします。ここを何とかしない限り、いつまでも銀行中心の金融システムでは、なかなか日本の新しい産業を担うセクターにお金が流れていかない。

それから、個人にとつてみても、低金利の中でどうやって豊かな資産形成をしていくかを考えたときに、預金だけではどうしようもない。やはり証券市場がもっと大きなウェートを占めていかなければならない。

では、どうすればいいか。なかなか難しいわけですが、昨年八月にこの第二弾のプログラムをまとめるに当たって、証券界、銀行界、いわゆる金融界の人たちのみならず、経済界の意見も伺いました。それから、内閣府にお願いして一般投資家の意見も聞いて、幅広くプログラムをまとめたわけですが、いろんな声が上がってくる中で、大きく三つに整理しました。

まず、一般の投資家が投資しやすいような制度が整備されているかどうか。それから、これは何よりも重要だと思うのですけれども、市場に参加している発行体企業、仲介業者、それから市場メカニズムそのものの、これが十分な信頼を得られているかどうか。三番目として、国際市場で十分伍していけるような効率性、競争力を備えているかどうか。この三つの柱でいろいろな要望なりを整理して取りまとめたのが、「証券市場の改革促進プログラム」であります。政省令でできるものはすぐやり、法律の必要なものは金融審議会で検討いただいたうえで、この通常国会に出して成立させていただきました。

関理事長 全体の市場改革の中で投資信託というものを戦略的に活用していこうという構想がだんだん明確になってきているように思います。また、この一年の間で、市場機能のインフラという

言葉がありますけれども、国際的にみて遅れているのではないかと非常に懸念されていた証券決済制度の改革についてもかなり前進を見たと思います。この両方を御担当されている山崎企画官に、少し導入的なお話をさせていただければと思います。



山崎企画官

山崎企画官 私のところでは投資信託・投資顧問の制度の企画立案並びに証券決済システム改革に関する法制整備を担当しております。

まず、投資信託の方からお話をさせていただきますと、先ほど課長から話がありましたように、やはり我が国の証券、投資信託というのは、個人金融資産の中で余り大きな比重を占めていない。全体の残高ベースでも大体二％台で推移しておりますし、特に最近、株価の低迷もございますし、また、一昨年のMMFの問題等があって、ある意味では、この一年間は投資信託にとっては大変厳しい時代を迎えているのかなと思っております。

投資信託につきましては、一昨年来、証券市場の構造改革プログラムでも、個人投資家にとって魅力のある投資信託を実現していこうということで、目論見書の記載内容を改善したり、投資信託の乗りかえの勧誘行為について適正化を図ったりということをやってきました。

さらに、昨年四月以来いろいろな皆さんのお話を伺ったところ、まずはお客さんの期待に応えて

いない、それから、運用の結果に対してお客さんに十分説明をしていないのではないか、また、わかりやすい投資信託というのがなかなか実現されていないのではないか、こういった指摘がございましたので、これをまとめる形で、昨年八月の「証券市場の改革促進プログラム」にさまざまな施策を入れさせていただいております。

この「証券市場の改革促進プログラム」におきましては、投資信託が多くの皆さんから信頼される金融商品になるためにはどうしたらいいかということを投資信託協会に検討をお願いいたしました、説明義務を果たすという観点から、委託会社としての体制とかプロセスの開示等、いわゆる受託者責任を全うするにはどういうようにしていったらいいかという施策を提示していただいております。

もう一つの証券決済システム改革につきまして

は、安全で効率的な証券決済システムを構築するというのは、まさに我が国の証券市場の国際競争力の確保という観点から大変重要だということで、官民一体となってこの証券決済システムの改革を進めております。金融庁としても、統一的な証券決済法制の構築へ向けて矢継ぎ早に法律改正をやってきました、平成一三年、前々回の通常国会では、コマーシャル・ペーパーのペーパーレス化、振替機構を株式会社にするという二つの法律が成立したほか、前回の通常国会においては、従前の単層構造から多層構造へのシステムの移行等を目的として、社債・国債等のペーパーレス化の法律を成立させていただいております。

現在は株式のペーパーレス化に向けて検討を進めておりまして、昨年の九月から、特に法制審議会を中心に株式のペーパーレス化について精力的にご審議いただいております。おおむね結論が出

つつありまして、現行の保振で扱っている株式発行会社につきましては、改正後五年以内に、政令で定める日に一斉に株式不発行会社に移行する。

株式についても、社債等と同様な統一的な法制に基づく振替制度を構築する。それから、振替口座の記録を基準として一斉株主通知によってこれを株主名簿に反映させる手続を整備するといったような方向で、現在要綱がまとめられているところでございます。今後、商法そのほか社債等振替法等の改正作業に取り組んでいくということになります。

関理事長 ありがとうございます。市場改革を実現していくために、市場で仲介の仕事をしている証券会社等の機能というのが非常に重要であることはいうまでもないわけですが、次に、証券会社や他の仲介業者の監督を直接担当されている監督局の金井証券課長から、市場改革を実現

するという観点からいろいろな監督行政を展開されているのだと思いますけれども、そのあたりを概括的にお話していただければと思います。

金井証券課長 証券課はまさに証券監督の現場そのものでありまして、担当しているのは日本の国内で活動する証券会社の監督ということです。課全体としては二〇名ほどの課なのですけれども、この間、私が講演をする機会があつて、この一年間の仕事というのを年表風（巻末資料参照）にまとめてみたのですが、本当にいろいろありました。

証券課の仕事は大きく三つに分けられると思うのですが、一番目は、やはり証券課が一番世の中に直接関係するのは処分を通じてなのです。そういう処分のときに我々が一番気をつけるのは、実際処分をする際に、証券法令の解釈を行つて判例法を形成している。ですから、制度改正で

できてきた法制度を肉づけしていく役目がある。そのところをきちんとよく論理を考え、かつ周知徹底を図るということをやりました。

処分でもう一つ一番重要なのは、やはり公平でありますので、これは我々、過去の金融庁発足以来の処分というのを全部整理してみても、縦横斜めに並べてみてきちんと整理をしました。ですから、最近処分をするときの記者会見でも、私が結論を説明するときには、これは何足す何かける幾



金井証券課長

つでこうなります、そこまで透明な説明をするようにしています。

二番目に、もう少し制度的な話ですが、今大藤課長が説明しました「証券市場の改革促進プログラム」で、法制度は総務企画局がやるのですけれども、実際にでき上がってきたところの最後の肉づけを担当しております、後ほど触れさせていただければと思いますけれども、例えば一番よく話題になる取引一任勘定の制度を変えるとか、そういうところの最後の一番ディテールのところをつくっていくという仕事があります。

三番目に、それよりももう少し大きな、金融庁の証券市場等を担当する部局がプログラムのなものを出すことが年に何回かあるのですけれども、今年でいうと三月に株式市場に関する施策を出しています。それから五月に個人投資家に関する施策を出しています。そういったプログラムの中

で、証券会社を通じて実現していけること、そのパーツを考えて、実現するまでの責任を負っています。

ですから、そんな三つの仕事を日々毎日考えながら一生懸命やっているというところであります。

関理事長 ありがとうございます。一連の市場改革、構造改革の取組みにおいて、ずっとグローバル・スタンダードに近づけるとか、世界に通用する市場機能を実現するとかということで、国際的な観点が非常に重視されていますし、また現実の市場取引、市場機能、あるいは証券規制については非常にインターナショナルに、クロスボーダーな面に配慮して行わなければならないということで、そういった国際的な調整といった分野の仕事が非常に増えていると思います。次に国際的な問題を担当されている国際課の松尾企画官か

ら、お願いいたします。

松尾企画官 まず国際課の紹介をいたしますと、国際課は総務企画局に属する課であります。総務企画局は大きく分けると総務系統と企画系統となり、国際課は、総務課、政策課とともに総務系統、いわゆる官房系統に属します。つまり、国際課は、金融庁における国際的なものにかかわるあらゆる業務に関与して行っています。

金融庁は、イギリスのFSA（金融サービス機構）と同様に、証券のみならず銀行、保険、さらには会計・監査を含む、非常に幅広い業務を所掌しています。このため、国際課には、課長のほかに企画官が三人おりまして、一人が銀行担当、一人が証券担当で私、もう一人が保険担当として、それぞれの業務に係る国際的な仕事を行っています。

証券関係につきましては、御指摘のように、も

ともと証券市場は、例えば銀行関係や保険関係に比べて、グローバル化がより進んでいる分野ですので、国際的な動きは非常に速くかつ影響が大きいものがあります。

以前は、アメリカやヨーロッパ主要国の国際的な動きを見て、その後、日本でいろいろな改革に取り組むという点が特徴だったと思うのですが、最近の特徴は、むしろアメリカ、ヨーロッパ主要国と日本がそれぞれ同時並行的に同じような改革



松尾企画官

に取り組んでいるということで、以前と特徴が変わってきたということを実感しております。特に、二〇〇一年末のエンロン事件に端を発するアメリカの企業会計改革法の昨年七月末成立を受けまして、アメリカで改革が実施されるとともに、ヨーロッパ主要国でも改革が進み、日本でも、企画課長が先ほど御説明しましたような改革に取り組んでいるということです。

私が国際的な仕事をする際に頭に置いておりますのは、証券市場のグローバル化に伴って国際的な制度の整合性が重要となっている一方で、各国それぞれの市場や制度の固有の特質が残っている点です。

この点につきましては、EUは二〇〇五年を目標に金融・資本市場の統合を目指しているわけですが、日本は日本の金融・資本市場自体を他国・他地域の市場に統合しようとしているわけではな

いので、やはり国際的な議論に臨むに当たっては、グローバル化に伴う国際的な整合性と制度の多様性のバランスをよく図る必要があるとの考え方のもとに、対応するようにしております。

関理事長

市場機能の利用と非常に密接な関係がある証券関連税制の問題をどうするかは、市場改革の一つの大きな分野だったわけですが、これもすでに多くの税制改正が実現しております。特にこの一年間に、証券税制の抜本的改革が実現したと思うのですが、そのあたりを含めて総務企画局政策課の橋本企画官から願います。

橋本企画官

私は政策課で企画官をやっております。政策課というのは金融庁の中で非常に守備範囲が広い課でして、国会対策もありますし、経済対策の金融行政面での取りまとめ、もう一つ大きな柱として、税制改正要望を取りまとめる税制

改正関係の窓口なわけです。私は二年目になるのですが、この二年間を振り返ってみると、税制改正の中でも、証券税制関係が、広報も含めてですけれども、非常にウエートが大きかったと思います。

今の我が国の課題である構造改革を進めるためには、いわゆる直接金融だけではなく、市場を通じて資金が供給されること、また、二一世紀の新たな時代に向けて、ベンチャー企業も含めていろいろな産業に効率的に資金が流れることが重要です。また、資金を持っている個人の方がそこへ参加していくことも重要です。それらを拡大するためのインフラとして税制が非常に重要だという認識の下で金融庁としても積極的に取り組んできたわけです。

一方で、御承知のとおり、証券税制、特に株式の税制というのは、平成元年に原則非課税から原

則課税になって、源泉分離課税がどうなのかとかなど、その後いろいろ議論の対象になっていたわけです。

そういう状況の中で、証券税制はどういったものか、いろいろの御意見を聞きつつ、試行錯誤しながら、この二年間やってきたわけです。大変でしたけれども、ある意味ではとてもおもしろい時期に担当させていただいたのかなという気がしています。



橋本企画官

「金融システムと行政の将来ビジョン」とその具体化のための取組み

関理事長 どうもありがとうございます。それではこれから各論に入っていきたいと思えますけれども、大藤課長、市場改革を進めるに当たっての理念について、かなり細かく整理したものでして、昨年七月ですか、「日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会」において「金融システムと行政の将来ビジョン」というのがまとめられ、それがさらに金融審議会で確認されるという過程をたどったわけです。この懇話会や金融審議会の検討において、最近急逝された蠟山先生―先生が亡くなられたことは残念ですし、皆様とともにご冥福をお祈りしたいと思います―が中心になってまとめられたと思いますが、これらの作業が証券行政の展開にどういう役割を果たしている

かについて少し話していただけないか。

大藤企画課長 まず、金融庁がどういふ問題意識で将来ビジョンの策定に取り組んだのかというところからお話したいと思います。

先ほど申し上げましたように、金融あるいは経済をめぐる我が国の状況というのは非常に厳しいということがいえます。まず、我が国経済はバブルの崩壊というようなことで非常に大きなショックを受けたわけですが、その後も成長率が低迷して、依然としてデフレの状況が続いている。また、対外的にもグローバル化やＩＴ化が急速に進展して国際競争が厳しさを増す中、既存産業の空洞化も進んでいるということです。

こういった非常に厳しい経済状況あるいは産業の状況の中で、活力があり安定した金融システムを確立するために、先ほどもお話したのですけれども、ビッグバンを初めとする制度改正等にこれ

まで取り組んで実施してきたところでございますけれども、今後さらなる取組みを考えていく上で、時代の変化に適合した金融システムの将来像について、やはり明確なビジョンを持って取り組んでいくことが必要であるという問題認識でございます。

それから、現在我が国の金融システムというのは、株式市場が非常に低迷している中で、不良債権問題の課題に直面しており、ともすればこういった現下の課題の対応に追われがちなわけですが、こういった現下の課題に対しても、やはり将来のビジョンをしっかりと持った上で、それと整合的に対応していくことが必要であるということで、平成一三年一〇月に、当時の柳澤金融担当大臣の私的懇話会というものが設けられまして、正式名称は「日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会」というのですけれども、ここで我

が国の金融システムの将来像について議論が行われたということです。それが平成一四年七月に報告書「金融システムと行政の将来ビジョン」ということで公表されました。

それを踏まえまして、金融審の場でも、金融担当大臣の方から、金融システムの中期ビジョンについて答申を取りまとめてほしいというお話がございまして、非常に暑い夏の中、委員の方々に御無理をお願いして精力的に議論をしていただきまして、ちょうど九月末だったかと思えますけれども、「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」ということで、いわゆる中期ビジョンというものを取りまとめたということです。

この中期ビジョンにおける基本的な考え方というのは、一言でいいまして、複線の金融システムというものを一刻も早く再構築する必要があるということです。金融システムを取り巻く経済環境

がいろいろ大きく変わってきている。特に金融システムが対応しなければならぬリスクが非常に増大している。日本経済、産業界自体についても対応しなければいけない。リスクが増大しているわけであります。従来はいわゆるキャッチアップ型ということで、こうすればまず大丈夫だというモデルがあり、金融仲介機能の役割としては、資金を調達、融資した後で、それをどうやってフォローし、評価していくかというところにむしろ難しさがあつたということだと思ふのです。ところが現在は、まさにこういったものに資金調達をすべきか、どの程度資金調達をするかということが、産業界、経済界にとって、あるいは、日本経済全体にとって非常に難しい状況になってきている。そういう意味で、いわゆる一定の成功モデルがない状況になってきている。こういった中で、広い意味での金融、銀行、保険、証券も含めた金

融がこういった形で対応していくべきなのかというところが議論になっているということです。

中期ビジョンでは、複線の金融システムへの再構築の必要性ということをいつているわけですが、ここでは、従来の銀行中心の預金、貸出による資金仲介というものを産業金融モデル、価格メカニズムが機能する市場を通ずる資金仲介を市場金融モデルということで説明しています。これにつきましては、それぞれどちらが優れているというものではなくて、やはりその置かれた状況でそれぞれメリット・デメリット、強み・弱みがあるということだと思えますけれども、先ほどいいましたように、我が国経済がいわゆるキャッチアップ型から一定の成功モデルのない状況になってきているということを考えますと、やはり従来以上にリスクを適正に評価して対応していくということが必要になってきている。そのリスク

を評価する、いわゆるプライシングするという意味では、まさに市場金融モデルが果たすべき役割や、市場金融モデルが中心になっていくべき分野というのが広がってきているのではないかとということで、一刻も早く複線の金融システムということのをきっちりと構築していくべきであるということです。

今回の中期ビジョンは、そういう意味でまさに市場機能を中核とする複線の金融システムを一刻も早く再構築する必要があるということをつたっているわけですが、一方で、産業金融モデルについても、リレーションシップというものを基礎として、産業金融モデルが引き続き強みを持つ分野、あるいはそれが役割を引き続ききっちり果たしていかなければいけない分野があるということを明確に打ち出したということは非常に意味があるという感じがいたしております。



関理事長

市場機能を中核とする複線的金融システムをで
きるだけ早く構築していかなければならないとい
うことは、亡くなられた蠟山先生も非常に強く主
張しておられたところでございます。

関理事長 当面の政策目標としてはどうでしょう
か。

大藤企画課長 中期ビジョンでは、将来ビジョン
へのかけ橋として取り組むべき課題ということで
整理しております。まず、金融仲介機関、これ

は銀行、保険のみならず証券会社も含めた非常に
幅広い概念でございますが、金融仲介機関自体が
これまで行政でありますとかが取り組んできた制
度の整備、あるいは環境整備というものを生かし
てビジネス・モデルを転換していく、あるいは新
たなビジネス・モデルを確立していくということが
何よりも必要であるというのが第一の柱です。

第二番目の柱が証券市場の改革促進であり、複
線の金融システムにおいて一層重要な役割を担う
証券市場、それが何よりもしっかりしてもらわな
ければいけないということで、証券市場の改革促
進が必要だということです。

第三番目の柱として、複線の金融システムの早
期構築に資する施策への積極的取組みということ
で、行政として複線の金融システムをより早期に
構築するための施策に積極的に取り組んでいく必
要があるということです。具体的にはいろいろ考

えられると思いますけれども、まず一つは、公的金融の改革ということです。これはまず、郵貯・簡保と民間金融との間でイコール・フッティングの確保が必要だということであり、また、民間の分野で適正なプライシングが行われるということが何より重要でございますので、それを阻害しているような状況は基本的に解消していかなければいけない、こういう基本的な考えであります。

それから、公的金融の改革の中では政策金融機関、特に住宅金融公庫を中心といたしまして、むしろ複線的金融システムを早期に構築するという観点から、政策金融機関による貸出債権証券化の推進、これをむしろ意図的、政策的に起爆剤として活用していく必要があるのではないかということをとらえております。

もう一つの大きな柱が金融商品に関する税制であります。金融のあり方を考える上で税のあり方

は非常に大きなウエートを占めるものであり、取引の実態等を踏まえた簡素でわかりやすい税制、貯蓄優遇から投資優遇への流れを促進するための税制ということで、税制改革に取り組むことが必要ということであります。これにつきましては、平成一五年度の税制改革で相当大きな一歩を踏み出すことができたのではないかと考えております。

関理事長 このビジョンについて乙部さんからもお話いただけますか。

乙部市場課長 いわゆる日本の金融の将来ビジョンということで、柳沢大臣の時代から、蠟山先生をヘッドに検討が行われまして、あの報告書の中にもいろいろなことが書かれていますし、それを受けて金融審議会でもまた改めて議論されて、九月末に報告が出たわけです。基本的に両者は大体同じことをいっていると思うのですが、日本の金融

システムは従来のように直接金融、あのペーパーの中では「産業金融モデル」とかいていたと思いますが、銀行を中心とした貸出しが大きなウエートを占める今までの金融システムでは、銀行セクターにリスクが集まり過ぎる。それが今日の銀行の不良債権を招いているわけです。翻って、本当にリスクが必要な新規の成長分野に十分お金が流れていかないというシステム不全をもたらしている中で、今後の日本の金融システムは、市場メカニズムが働く分野がもっと大きくなっていかねければならないというメッセージだと思います。

あの問題意識と提示されている方向性は、昨年八月に取りまとめられた構造改革プログラムと、結局は同じ方向を向いているわけです。時間的にいえば、まず柳沢大臣のもとでの蠟山ビジョンがあって、その方向に沿って、同じような問題意識

で具体的に何ができるかという施策を取りまとめたのが八月のプログラムなのです。金融審の九月にまとめられた報告は、それがある意味では国の審議会としてオーソライズした、こういう位置づけだったと思うのです。

あそこに盛り込まれた方向性は、実は昨年初めて提示されたというよりは、もともとずっと前から問題意識として共有されていたわけですから、従来のように銀行局、証券局が分かれている中で、証券取引審議会がいつているのではなくて、金融行政全体に責任を持つ金融庁が、金融システム全体のあり方としてマーケットを中心としたものになっていかなければならないという方向性を打ち出したところに大きな意義があると、蠟山座長も懇談の席でおっしゃっていましたけれども、まさにそこに意義があると思います。

関理事長 証券化手法を活用して日本の金融シス

テムを複線型の金融システムに持っていこうという考え方を強く打ち出したと思います。これは基本目標みたいなものですから、すぐに成果が上がるというものではないと思いますが、そういう動きはかなり出てきているというようにお感じになりますか。

乙部市場課長 制度としては、何年か前に整備いたしましたSPC法とか投資信託法がありますし、制度的にはかなり整備が進んできていると思います。それから、山崎企画官が担当している証券決済システムの中でも、いわゆる資産担保証券もペーパーレスできちつと決済できるように手当てをするというように道具立ては整ってきていると思うのですが、金融機関がそれを利用してマーケット・メカニズムを十分活用するようになってきているのかという観点から見れば、まだまだだと思えます。銀行が貸出債権をセカンダリーの

マーケットで流動化して、そこでついたプライシングも参考に貸出金利を決めていくというような形でマーケット・メカニズムが働いているかという、それもほとんどない。限界的にローン・パーティシペーションとかシンジケート・ローンとかありますけれども、ごくごく限られていて、まだとてもこの将来ビジョンに提示されたところまではいってないと思います。

資産の流動化、証券化という形ではかなり進んできてはおりますけれども、これもある意味で企業のリストラという観点から、やむにやまれずというか、必要性から出ているというところであって、金融システムの中で大きな位置づけを持ちつつあるかという、まだそこまではないような気はいたします。

関理事長 投資信託は、市場型金融の一つの重要なツールだと思いますけれども、将来の金融シス

テム・ビジョンとの関連という観点からすると、投資信託の問題としては、今どんな取組みになっているのでしょうか。

山崎企画官 投資信託の中で、我々、一つ問題意識を持っているのは、さまざまな投資家の方がいらっしゃって、その投資家の方々のニーズを満たした商品をどんどん開発していく必要があるのではないかと考えております。例えば、一昨年以来ETF市場ができてきてまして、これも順調に拡大していて二兆円を超えるような市場に今は成長しているのですが、個人の投資家の保有は大体二割程度といわれておりまして、そういった意味で認知度がまだやや足りないところがあるのかなというようにも思っております。

それから、REITの市場、こちらも一昨年の九月に立ち上がってまいりまして、これも当初はやはり認知度が低かったのですが、今回の税制改

正の効果も大変ありまして、皆様への浸透がが高まってきたのかなと思います。また、先行の二社の決算発表により、安心感が広がったということもあって、REITという商品がこういうものかということが投資家に大分浸透していきまして、特に、昨年の秋ごろ、まさに税制改正が検討されたところから、地銀、年金などの購入が増えてきたと聞いております。今後五年間は、上場株式と同じように配当金にかかる課税が二〇%から一〇%にということになっておりますので、そういう意味で高値で取引されて、取引量も多くなっているというような見方があります。こういうものが代表選手としていろいろな形で個人投資家に普及していけば、証券化の第一歩というところに入ってくるのかなと思っております。

関理事長 複線的金融モデルの金融システム実現に向けて、仲介業者としてもいろいろビジネス・

モデルの確立に努めなければならないとか、証券化商品等の多様なものを顧客のニーズに合わせてどんどん開発していかなければならない。毎日のようにそういう新しい商品を導入し、新しいサービスを始めたというような記事も出るわけですけど、金井課長、全体として証券会社を見ていて、そういった商品開発とかモデルに挑戦しているという姿についてはどうでしょうか。

また、とかくそういう分野は外国系の証券会社の方が進んでいるということもよくいわれるようですけれども、どうでしょうか。

金井証券課長 今の新しいビジネス・モデルとか新商品への挑戦といい、やっぱりビッグバンという精神が根づいていて、証券会社各社が自分で考えて新しいものに挑戦していこう、そういう文化は完全に定着しているという感じを、今回証券課長を務めさせていただいて思いました。おもしろ

いのは、やはりそういうときに、それぞれの新しい取組みを別に証券課に説明する必要はないわけなのですけども、これはすばらしいとか一生懸命やっている、そういう自信と意欲に満ち満ちている新しいビジネスというのは一生懸命説明に來ていただけるようです。

逆に今度は証券課の方にも課題があつて、我々はやっぱり証券課の中で座っているだけだと新しい最先端の動きをフォローアップすることがなかなか難しいのですね。これは今も考えている最中で課全体としての答えがないのですけれども、新しい取組みをどうやって勉強しフォローアップしていくかということは、ビッグバンであるがゆえに行政当局にとっては課題であると思っております。

私は、かつて各国の行政当局に聞いたことがあるのですけれども、答えというのは一つしかあり

ませんでした。リボルビング・ドアといいます
が、証券界と行政の間を仕事で行き来する、それ
によつてのみしか達成できないという答えが一番
多かったです。日本の法制度、日本の習慣はそう
いうようになっていまして、日本のやり方の
中でどうやって達成していくかというのが毎日考
えていることの一つです。

それから、外資系と国内証券会社という考え方
なのですが、現在の証券課にはそういう区別、考
え方はないですね。我々にとっては東京市場でプ
レーする証券会社、そういう一つのカテゴリーし
かない。新しいビジネス・モデルには外資系が挑
戦しているのではないかというイメージがありま
すが、実はそうではないと思うのです。外資系で
も新しいビジネス・モデルをつくられている方
の多くは日本人なのです。何か、つくられたイ
メージが余りにも定着し過ぎてしまっているよ

うなところがありますが、ビッグバンの世界で
は、すべての証券会社が、国内系であろうが外
資系であろうが関係なく新しいものに挑戦して
いる、というのが今起きていることなのと思
います。

関理事長 次に松尾企画官にお聞きしたいのです
が、昨年七月の懇話会ビジョンは一〇〇ページ
以上の労作であり、金融の教科書的にもきちん
と整理されて、非常に広い問題をカバーしてい
る。こういう考え方で日本はこれからも市場改
革に取り組んでいくという方針については、国
際的にどういうように評価されているのでしょ
うか。

というのは、日本の金融行政などについては、
外国の要人や格付機関から不良債権の処理が遅い
といったというような話がクローズアップされる
ことが多いのですが、我が国の基本的な取

組み方針について、国際的には少し理解というのは得られつつあるのかどうか、そのあたりはどうでしょうか。

松尾企画官 御指摘の国際的な評価という場合、やはり外国のマスコミの報道と、外国の当局者がどう考えているのかという二つがあります。確かに御指摘のとおり、外国のマスコミの報道では日本について批判的な記事も見受けられ、中には誤解に基づくような記事も見られます。そのような記事については、必要な場合には反論するようにしております。

他方、当局者は、同じように行政を担当している人間として悩みが共通している面がありますので、日本ではこういう考え方でこういう施策を行っているということを説明しますと、理解を得られやすいように思います。

ただ、理解を得てもらうためにはこちら側の努

力も相当必要だというように考えております。最近、企業の方々もＩＲとか専門部署を設けて、例えば社長さんが海外に行かれて外国の機関投資家に会社の状況を直接説明するなど、積極的な対応をしておられますけれども、やはり行政としても、国際的な理解を一層得るためにはそうした努力が必要だと考えております。

私なりに努力しております、例えば、「日本の証券市場の最近の改革の展開」という三〇ページぐらいの英文のパワーポイントの資料を作成して、各種会議、例えばＩＯＳＣＯの会議や金融安定化フォーラム（ＦＳＦ）のような多国間の会議で、各国の改革について説明したり資料提供する機会があれば、そうした機会に説明したり資料配布したりするとともに、二国間、例えば日米財務金融対話や日英金融監督者会議といった二国間の対話の場を活用して積極的に説明をするようにし

ています。

そうしますと、やはり証券の世界では、最初に申し上げましたとおり主要国で同時並行的に改革が進んでいますので、相手国から、全く自分の国の話を聞いているようだ、自分たちも同じようなことを課題として今まさに取り組んでいるところだというような反応が返ってきております。また、アメリカの企業会計改革法による外国への影響について国際的に議論されており、日本がアメリカのSECに対してこうした対応をしていると説明すると、例えば欧州委員会（EC）やカナダも同じような対応を考えているということで、意見が合うことも多いことがあります。

こういうような国際的な対話を行う努力によって、日本の取組みについて国際的な理解を一層得たいと考えております。

市場改革と株価に対する考え方

関理事長 市場改革の推進という面からいろいろな施策が展開されてきたわけですが、一方、ずっと株価の低迷が続いてきたということもあって、市場を何とか活性化できないか、率直にいうと、もう少し株価が何とかならないかという問題意識は、当局者、政府・行政にも常にあったように思います。株価対策といったとらえ方について、金融庁としては基本的にどんな姿勢で臨んでいらっしゃるのかというあたりを企画課長と市場課長から説明していただければと思います。

大藤企画課長 このところ非常に株価の状況が厳しいということで、ほぼ毎年のように、三月とかそこらあたりに対策が取りまとめられています。が、一ころ、PKOということがよくいわ

れたのだと思うのですけれども、株価対策ということで行われているということはありません。市場の中長期的なあり方とか構造改革とか、そういったものと基本的に整合的なものでやることがあればやろう、そういう考え方は確立しているものと思います。

例えば、二年前になりますか、そのときの対策の一つの大きなテーマは金庫株制度の導入でした。そのときは、法制審とかそこら辺とも絡む話なので非常に検討時間がかかりますよみたいな話だったのでですけども、対策の一つの大きな柱として制度の導入が決定されました。そのときの考え方も、金庫株制度の導入は、証券市場の構造改革に、むしろ沿うものであるということだったわけです。

乙部市場課長 昨年七月に人事異動がありました、八日だったと思いますが、着任したときには

株価は一万五〇〇円ぐらいだったのですが、それから一貫して株価は下がり続けました。九月の株価と三月の株価はマスコミも大変ナーバスになりました。八月六日に「証券市場の改革促進プログラム」を出したときに、これが秋の株価対策なのですかと聞かれたのですけれども、株価は市場で決まるもので、行政としてその水準はどことが望ましいということはないし、想定される水準を維持するために施策を打つことはない、これが金融庁の一貫した考え方です。では行政は何をするかというと、市場が円滑に機能することを妨げているような要因があれば、それは除去しなければいけない。そういうスタンスで臨んでいるということです。

八月六日の改革促進プログラムの中に盛り込まれた事項の一つに、信用取引の価格規制というのが入っております。これは二月に実施された空売

り規制の第二弾ということですから、これがあるがために株価対策ではないかといわれたと思うのです。しかし、昨年の一、二月に実施された一連の空売りに対する規制の強化、それから、この八月に取りまめられたのも同じなのですけれども、空売りを抑制して株価を支える、マーケットに介入するというのでは全くなくて、一月、二月に行われたのは、空売りがどの程度行われているかという情報をマーケットに十分出すことによって、その取引の透明性を増すという観点からの施策でした。

もう一つは、価格ルールとして、アメリカで行われているように、相場が下げ局面にあるときには、直前についた価格以下の価格で空売りをしてはいけない、売り崩してはいけないというルール（アップティック・ルール）を導入したわけです。その背景には、ある証券会社で、その当時のルー

ルを悪用して売り崩しが行われたということがあったのですけれども、そういう相場操縦を事前に予防するような措置を導入することによって、マーケットが公正に機能するような措置を講じたということです。

この八月六日に講じられました空売り規制の第二弾というのは、空売りについての価格ルール、アップティック・ルールと呼んでおりますけれども、二月に導入されたアップティック・ルールというのは、制度信用には適用されていませんでした。つまり適用除外がかかっていたのです。ところが、その経済的な効果から見れば、生保とか信託とかの機関投資家から相対で株を借りてきてマーケットで空売りするのも、証券金融会社から決済システムを通じて株を借りて空売りするのも、空売りする方から見れば同じなのです。貸し株を相対で受けて空売りするものについてだけ

アップティック・ルールがかかっている、他方で制度信用を利用してやるのにはかかっていないということになる、ということになるかという、みんな規制のない方に流れるわけです。アップティック・ルールによって相場操縦を事前に防止しようとしていたのですけれども、片方で大きな穴があいていたものですから、これでは規制に大きな抜け穴ができていて全体としてうまく機能しないという状況にありました。この八月のルールでは、制度信用についても同じような価格ルールを入れたわけであり、これも市場対策というよりは、市場の適正な機能のための制度整備という観点だったわけです。

こういう面ではいろいろやるのですが、結果としてマーケット参加者の行動にインパクトを与えて、それが価格形成に影響が出るものですから、そっちの効果を直接ねらったのではないかという

うがった見方をされることもあるのですけれども、決してそういうことではなくて、マーケットがきちっと動くための制度整備という考え方です。

それから、今年の三月にイラク戦争を挟んで、マーケットが大変ナーバスになっておりまして、ここでも「株式市場の適正な運営の確保について」という対策を取りまとめて発表したわけであり、これも三月の株価が銀行とか企業決済に与える影響が大変だから、何とか下支えしようとして出したのではないかという見方をされることもあり、これも決してそういうことではなくて、マーケットがナーバスな中で、投資家が不測の損失をこうむらないように、マーケットがきちっと運営されるように、という観点から対策を取りまとめたわけです。ですから厳格な市場監視をして、風説の流布とか相場操縦を取り締

まるということを一番上に掲げています。

それから、適切な価格形成の確保という観点から、引値保証取引についてのルールをつくり出すという話も入っていますし、証券会社の自己売買のリスク管理も徹底いたしますし、自己株取得規制の緩和を行うとか、機関投資家の適切な貸し株運用を要請する等、いろいろなことを取りまとめで発表しております。

関理事長 株価をどうするということよりも、株価が形成される適正な市場機能を確保するための規制が不十分だったところを整備したという御説明だと思っています。

今、うがった見方というお話がありましたけれども、証券界にも、そういうねらいがあったのではないかと読む人が比較的多かったと思います。一連の空売り規制、信用取引規制、貸し株規制、そういうものが新しく導入されて、今御説明が

あったように、アメリカでやっているような規制内容に合わせたということだろうと思いますけれども、新しいルールは、その後市場で大体定着してきているというようにお感じになりますか。

乙部市場課長 三月の空売りについてのアップティック・ルール、八月の信用取引についての価格ルール、これが導入されたときは、注文が減る、手数料が減ってしまうということで騒ぎになりました。それをきれいな言葉でいえば、流動性が細ってマーケットの価格形成機能が弱まるのではないかという懸念であったのですけれども、データを見る限り、一日当たりの取引量がその規制の前後で大きく変わったということはないわけですし、もともと取引量というのはこういう規制と違う要因によって随分左右されますので、この規制の影響がどの程度だったかを議論するのは難しいと思います。昨今では出来高も大変多くなっ

ていますので、これが云々されることも幸いなくなってきました。

また、もともとマーケットの適正な運営を確保するために導入したルールですので、永続的なルールとして導入しております。ですから、株価が戻ったから外してくださいというような類いの話ではないと思います。

関理事長 決算期末などになりますと、投資家のその時期の悲観的な市場心理をうまく利用して、特定の利益を追求しようというような動きは証券市場には当然あるわけですし、証券取引法もそれに対する備えを用意しております。詐欺的な情報を流して、それを空売りの動きと結びつけることが全くなかったわけではないようですし、「風説の流布」という言葉もすっかり有名になりましたけれども、このあたりについて少しコメントしていただけますか。

乙部市場課長 三月、九月は、特に金融機関の決

算に与える影響が大きいものですから、いろいろな情報を流すということが、ここ何年かあったと思います。特に、最近はインターネットの中にいろいろな書き込みのページがあつて、そこに匿名でいろいろな情報が書けるものですから、あれを利用して特定の傾向のものを書き込んで、売りや買いを推奨しているながら自分は逆の取引をするというようなこともあったのではないかと思えます。

他方、こういう動きについては、金融庁というよりは証券取引等監視委員会、それから、取引所も売買審査を通じてああいうネットの掲示板も見えていますし、ホームページ上でも風説の流布についての情報を受け入れられるような箇所も設けておりますし、注意して監視を行っていると思えます。

関理事長 証券市場の特に株価の動きと関連して

議論されたものとして、銀行の保有株式の保有制限があり、それに合わせるべく銀行が保有株式を売却しなければならない、また、日本の特色といわれる持合い株式を解消するために―これは銀行の方と事業会社の財務面の効率化を図る必要という両方ありますけれども―、持合い株式を処分するという問題、それから、公的年金の代行返上問題で構造的な売り要因がかなりあるということとを相心配する議論もあります。それらに対する対応策も打たれていますけれども、これらの問題の市場への影響とか、それが市場改革の取組みにどのように影響したか、そのあたりを差しつかえない範囲でお話いただけますか。

乙部市場課長 事業法人と金融機関の持合い解消というのは、ここ数年進んでおりまして、銀行は、ここ数年一貫して大きく株を売り越してきて

います。事業法人も基本的に売り越しているのですけれども、自己株取得をしているものですか、統計上は一四年、一五年というのは買い越しになっているのですが、基本的に持合いという観点では売却を進めている。これ自体は日本経済の構造改革ですから、当然歓迎すべきことだと思います。

他方で、その受け皿として期待されている個人が、全く従来と変わっていないものですから、それを吸収する受け皿になり得ていない。個人が株を直接買うほかに、投資信託とか年金、生保という形を通じて株を買うというのはアメリカでは非常に広がっているのですが、不幸にして日本では、株価の変動リスクが大きいものですから、本来株式投資をすべき生保も保有を減らしてきている。年金も、不幸にして代行返上の時期がこの時期に重なってしまいました。株価の先行きに対して

悲観的な見方をしている人が多いものですから、一〇月に返上が始まるまで持っている株価が下がるのではないかと心配する方が、前倒しで今年に入って売ってきているといわれています。本来、信託銀行というのは、従来、一貫して買い越し主体だったわけですが、今年の一月に入ってから、千億円を超える売り越しに転じているわけです。金融機関、事業法人の売りと信託銀行の売りが重なって、個人、外国人の買いが入ってこない中で、これが株価下落の大きな要因として取り上げられたわけです。

そして、三月期末が終わって四月に入ってイラク戦争が勝利に終わった後でも、日本の株は下がり続けたわけです。そういう危機感の中から、与党、それから政府全体として、証券市場を何とかしなくてはいけないということになりました。こういう需給の歪みを是正しないと、日本経済に大

きな悪影響が出るということで、郵貯・簡保とか公的年金の代行返上のスキームの工夫とか、企業の自社株取得の促進とか、401kの普及とかいろいろなことをやって、こういう制度的な歪みから出ている需給の不均衡を少しでも吸収しようということを行ってきたわけです。

金融庁の所掌の中では、銀行関係では、銀行の株式売却を促進している保有制限法の期限を延長する、それから、それを吸収する受け皿として、銀行等株式取得機構の売却時拠出金を八%納めるという制度を撤廃する必要があるのではないか、こういう二点を指摘されております。これは議員立法で対応するということで進んできています。この問題はなかなか難しいのですけれども、本来であれば、こういう売却の動きは市場で吸収されるのが望ましいのですが、市場が極端に弱気に振れている中で、こういう制度的な不均衡要因が

重なると、なかなか市場が吸収し切れない。そういう限界的な状況の中では、今回とったような対応もやむを得ないというか、やらざるを得ない対策だと思っています。

代行返上については、確たる統計はありませんけれども、六月に入っても信託銀行の売越額が、第一週は一〇〇〇億円、第二週は六〇〇億円、第三週は間もなく統計が出ますが、これも一〇〇〇億円ぐらいの売り越しになってきます。大変多い売り越しが出ているのですけれども、これはマーケットで今吸収されて大きな要因にはなっていないわけで、これが本来望ましいことだとは思いません。

関理事長 最近の動きまで触れていただいて、ありがとうございます。今のお話の中にもちよつと出ましたけれども、機関投資家の証券投資ということですが、投資信託も機関投資家の代表的な

一つですけれども、日本の投資信託の統計などを見てみますと、株式投信の残高は、むしろ減りぎみでずっと来ていますね。もちろん、既投資分が時価で投信元本に反映してくるようになっていいますから、既存投資分の株価の低迷も反映しているわけですが、投資信託が株式にどんどん活発に投資しているということでもないようです。それは運用のタイミング、運用判断の問題なのか、制度的な問題なのか、あるいは、投信のファンド・マネージャーの意識の問題なのか、いろいろあると思うのですが、山崎企画官そのあたりをどのように見ていらつしゃいますか。

山崎企画官 投資信託は、この一年で四〇兆円から三〇兆円と全般的に残高を落としているというのはおっしゃるとおりです。ただ、その中でも、例えば私募投信などを見ていただくと、これは現在でも八兆円近くということで、意外と伸びてい

るものもあるのかと思います。これは恐らく私募投信が機関投資家にとってかなり使いやすいツールになってきたということがあるのかと思いますので、そういった意味で、一概に将来を余り悲観してはいけないのかなという気がいたします。特に機関投資家の関係では、今年、適格機関投資家の範囲が拡大するようになっていますので、そういう意味ですと、例えば厚生年金基金なども適格投資家に入っていくという形になりますので、こういった方がまた投信などを利用されていくという一つの考え方もあるかと思っています。

ただ、やはり一番の基本は株式投資全体のパフォーマンスを上げることです、そういう意味ではさまざまな努力が必要だと思っています。先ほど申し上げたように、説明義務を一層果たすという意味から、どういう方針であるとか、どういう体制であるとか、どういうプロセスで実際に商品

を企画・開発しているとか、ファンド・マネージャーが一体どのように設定されているのか、委託会社の透明性を高めていくことは大変重要なことだと思います。もちろん目論書の記載を皆さんにわかりやすくする。それから、運用結果を十分説明する。こういったさまざまな透明性の拡大も必要だろうと思います。

また、ファンド・マネージャー自身も、みずからの能力を切磋琢磨して運用成績を上げることが、何よりも大切なことではないかというようには考えております。

関理事長 ありがとうございます。大藤課長の先ほどの御説明のなかにありましたが、複線の金融システムというのは、決して従来型の産業金融型といわれている、間接金融的な金融だけではないということであって、そうした間接金融の意味がなくなっているということでもないし、ま

た、いわゆる中小金融のような分野では、間接金融の方がむしろ市場機能としてもより効率的であるといったようなことは当然だと思えます。しかし、一連の市場改革の流れを見ると、いわゆる日本版ビッグバンが始まったときにはそこまで強い意思があったかどうかはわかりませんが、小泉内閣で構造改革といわれるようになってからは、政府の方針としても、例えば二〇〇二年のいわゆる骨太の方針、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針二〇〇二」という政策文書では、預貯金中心の貯蓄優遇から投資優遇へ、金融構造の転換を目指して直接金融へシフトさせるということが非常に明確に政策のプライオリティーとして打ち出されるようになりました。このような政策方針が証券税制の抜本的改革までに及んでいるわけですが、そのような政策意思は非常に明確になり、市場改革が非常に広範に促進さ

れましたけれども、それらが所期の目的達成にまでに結びつかないというところが関係者が非常に残念だと思ひ当惑もしているし、ある面ではフラストレーションもたまっているところだと思います。そのあたりはどのようにお考えになりますか。

大藤企画課長 ちよつと言ひ方が難しいのだと思うのですが、日本経済全体が調整過程にあるということだと思ひのです。バブル期を経て、各企業の方から見ても非常に債務が積み上がった状況にあるということ、そこからどういったような形で債務をスリム化していくかという状況の中で、今いったようなことを達成していこうとすると、そこはなかなか一朝一夕にはいかない。そういう課題をクリアしながら新しい姿をつくり上げていくというのはなかなか難しいということだと思います。ですから、できるだけスムーズに移

行できるようにいろいろな対応をしていくということだと思っています。

例えば、不良債権問題への対応という観点から債権の流動化の必要性が指摘されているわけですが、これも、これは逆にいいますと市場の厚みを増していくということで、まさに証券市場改革の大きな内容でもある。このように不良債権問題への対応ということと証券市場を育成・整備していくという観点が一体的にとらえられるような事例だと思うのです。そういったようなものをうまくコーディネートしていくことによって不良債権問題というのにも円滑にその解決に向かうということになりますし、それが証券市場の整備にも結びつくということだろうと思います。

関理事長 そうですね。今のお話がありました当面の一番難しい課題である不良債権の処理において、証券市場がどのように役立つのか、例えば証

券化の手法をどう活用していくかということが注目されていますが、現実の活用という面でかなり進んできたというようにお考えになっていらっしゃると思いますか。

大藤企画課長 それは、現在かなり動き始めているのではないかと思います。

一つは、整理回収機構等を通じた従来からの対応のほかに、今年、新たに産業再生機構が創設され、産業再生と不良債権の処理を組み合わせたところでそういうものに対応していこうということ、そういったようなものも債権の流動化ということに結びついていると思います。また、銀行自身も、自らの問題としてそういうものに積極的に取り組もうということになっております。

実は、先ほど紹介した証券改革促進プログラムの中でも債権の流動化がうたわれておりまして、関係者が集まって貸出債権市場協議会というのを

つくって本年三月には提言が取りまとめられたところ。まさに行政、業界一体となつて対応していくことだと思ひます。

それから、お亡くなりになつた蠟山先生も、市場の育成・整備というのは、本来自然発生的に民間ベースで進められていくもので、行政は、インフラを整備すればいいのだということが本筋なのだけれども、我が国の場合は相当図的、政策的に刺激を与えていかないとまゝ大きくなつていかないのではないかという問題意識をお持ちになつておられて、そういった観点から、住宅金融公庫を絡めた形で証券化支援スキームの重要性を指摘しておられました。

関理事長 証券化商品の市場整備についてはいろいろな課題があり、具体的な準備もいろいろと始まつてゐると思ひますけれども、住宅公庫ローンの証券化という課題については、どのような状況

でしょうか。

山崎企画官 住宅金融公庫については、特殊法人の合理化計画では、今後平成一八年度で廃止されるということをお前提として、平成一四年度から直接融資を縮小するとともに、昨年度から新たな証券化支援事業を開始しております。住宅金融公庫自体も、貸付け債権の証券化ということで、資産担保証券の発行によつて資金調達をしていくことになつております。

住宅金融公庫によるこういった証券化支援事業というのは、先ほどの話にもありますように、まさに市場機能を活用して、住宅金融を安定的に、また効率的に実現させるというような、大変重要な手段だというように位置づけられると思ひます。ただ、いかんせん、我が国のMBS市場というのは、そういう意味ではまだ黎明期というのか、まだ生まれただけで、市場規模も大きくないと

いう状況で、逆にいうと、こういった均一的な商品性を持った住宅金融公庫の債券みたいなものが、一つの市場発展のきっかけになっていけばなと考えているところです。

今年とった施策の中では、住宅金融公庫債券のような月次のパススルー証券について、流動性の向上を図るという意味から、従前、社債登録法上、登録請求ができない期間が三週間だったところを二週間に短縮して、流動性が高くなるような形で措置させていただきましたし、SPCが住宅ローン債権等取得して証券化を行うスキームの利便性の向上を図るため、流動化計画の記載方法も弾力化するような形の改正も行っております。

関理事長 もう一つは、銀行の不良債権処理の問題で証券化の手法をどう使うか。それと裏腹にある企業再生の取組みにおいても証券化の手法が使われる。さらに最近では、新しくプロジェクトを

起こすという場合に、初めから証券化手法を使って、プロジェクト、ファイナンスを活用するとうように、証券化の手法を多様に活用するようになってきましたが、全体としてどのように見ていらっしゃると思いますか。

乙部市場課長 なかなか不良債権をセキュリティゼーションというのも難しいので、あれは証券化しないでまとめてバルクセルという形をとっていると思います。

関理事長 もう一つ、債権の流動化市場をつくるとかいう動きも別途ありますね。

乙部市場課長 あれも、銀行間の債権売買、セカンドリー・マーケットがアメリカにはあるのですけれども、日本はないわけですね。プライシングがついてない。よい意味での金融システムをマーケット中心にしていくには、あれは大事だと思います。

関理事長 松尾さん、証券化の流れは、アメリカ

が非常に進んでいて、日本もそういう方向に動いている。ヨーロッパでもこのところその問題に関心が高まり、かなりの速さで展開を始めたように思いますけれども、そんな感じでしょうか。

松尾企画官 私は証券化の実態についてそれ程詳

しくなく、あくまで印象であります、いろいろな情報を見る限り、ヨーロッパが市場統合を進める過程で、アメリカ系の投資銀行がヨーロッパに進出してきており、ロンドンだけではなくて大陸においても非常に活発な活動を続けているような印象があります。そうした動きの中で、証券化の先進国であるアメリカの手法がヨーロッパにおいても活用され始めているのかなという印象があります。

関理事長 証券化の進展に関連しては、IOSCO等で何かのテーマになっているのでしょうか。

松尾企画官 最近IOSCOで証券化について大

きなテーマになっているということは、特にありません。

金融審議会の審議状況

関理事長 先ほどの懇話会ビジョンが金融審議会

を経て公式の中期ビジョンになるところ、これも金融審議会というものが使われているわけですけれども、金融審議会も今大変大きな組織になって、金融分科会ということづくられて、かつまたその下にたくさんの組織ができています。うことは断片的に承知しているわけですから、そのあたりを、ごく簡単に結構ですけれども、大藤さんから、少し説明していただければと思います。

大藤企画課長 今お話がありましたように、省庁

再編のときに基本的に政策の企画立案に関する審議会は一省庁一つということで、大蔵省当時の金融審、証取審それから保険審議会、この三つが合わさりまして金融審議会となりました。

金融審議会の下に金融分科会というものが設けられておりまして、そこに三つの部会が現在、設けられています。第一部会が、いわゆる市場の育成でありますとか整備でありますとか、まさに証券に関係する分野を主に担当しております。第二部会が銀行でありますとか保険会社等の金融仲介機能のあり方に関する諸問題等に取り組んでいるということです。それから、特別部会というのが設けられておりまして、これは金融分野における個人情報保護の取扱いを担当しています。それから、金融審議会に金融分科会とともに公認会計士制度部会というものが設けられておりまして、ここで公認会計士制度の企画立案等を担当していま

す。

第一部会が担当しておりますいわゆる市場関係のテーマと、公認会計士制度部会が担当しておりますテーマは、証券市場の改革促進という観点から密接な関連を有しており、相互に連携しながら検討を進めているという状況です。

関理事長 証券の方のいろいろな改革というのは、比較的第一部会が担当されているところが多いと思いますが、昨年末ぐらいまでに第一部会はどうな活動をしたのでしょうか。

大藤企画課長 実は、先ほどもいいましたように、昨年の八月に証券改革促進プログラムというものを整理して、我々として取り組んでいくべき課題を整理したのですね。それでできることからやっていこうということで取り組んだところです。法律改正等が必要なテーマについては、金融審議会でも検討して考え方をまとめていただく必要

があるということで、第一部会に三つのワーキング・グループが設けられたところです。

第一が市場仲介者のあり方に関するワーキング・グループです。ここではいわゆる主要株主規制でありますとか、証券会社等の最低資本比率の引き下げでありますとか、また、証券仲介業の制度を今回創設することになったのですけれども、いわゆる市場仲介者のあり方について議論していただいたところです。

第二は、取引所のあり方に関するワーキング・グループであり、グローバル化やＩＴ化の進展等に対応した取引所のあり方について議論していただいたところです。

第三は、ディスクロージャー・ワーキング・グループであり、ディスクロージャー制度に関する諸課題について議論していただいており、目論見書の内容の見直しといったようなものに取り組ん

でできているところであります。

これらのワーキング・グループにおいて、精力的にご議論をいただいて、昨年一二月に証券市場の改革促進に関して報告をいただいたところであり、この内容を具体化すること、今回の通常国会に証券取引法等の改正法案をお諮りしたところであります。

関理事長 「証券市場の改革促進プログラム」の実施との関連において、この一四年一二月の第一部会報告について、市場課長の方から、簡単に説明していただけますか。

乙部市場課長 従来の行政ですと、審議会の審議がまずあって、それを受けて法律をつくって出ていくということであったのですけれども、今年は、まず八月に行政がプログラムをまとめてしまいまして、そこで書いてあることを実現するためには審議会で制度の具体化のための審議をお願いし

て、それを法律にしたということで、ちょっと順番が違います。そういう意味で今回の審議会報告は、従来と違ひまして、大所高所の理念が書いてあるというよりは、プログラムで示された方向性を実現するために具体的にどういう制度をつくるかという審議が行われました。

第一部会報告は三つのパートから成っております、一つが市場仲介者、もう一つがディスクロージャー、三番目が取引所の制度改革、こうなっております。いずれも改革促進プログラムで盛り込まれた事項を実現するためのものです。

市場仲介者の部分ですけれども、国民と市場をつなぐ市場仲介者が投資家本位のサービスを、しかもアクセス容易な形で提供する。それから、投資家の信頼を確固たるものとしていく。このために必要な制度整備を行うということ、その制度整備の中身が、一つは証券仲介業制度。この時点

では証券代理店制度という名前でしたけれども、法律上は証券仲介業制度になっています。これの創設のための法整備です。

もう一つが、特色ある業者の参入と競争促進という観点から、証券会社、投資信託委託業者、認可投資顧問業者の最低資本金を現在の一億円から半分の五〇〇〇万円に引き下げる。

三番目が、投資家の期待にこたえる資産管理サービスの円滑な提供という観点から、ラップ・アカウントがうまくできるということ、細かい話ですけれども、現在の証券会社による投資一任業務の兼業規制の内容を適正化すること、ということであります。

四番目が、業者に対する信頼性を高める観点から、証券会社、投資信託委託業者、認可投資顧問業者について、主要株主の適格性をチェックする制度を導入する。この四つが主なものであります。

た。

二つ目の柱のディスクロージャーですけれども、これは法律改正事項ではございません。ディスクロージャーは、資金供給者である投資家と、資金調達者である企業をつなぐ情報のかけ橋であります。このディスクロージャー制度について、投資家の信頼を得られる市場を確保するという観点から、米国の不正会計事件の教訓も踏まえて、企業や財務に関する開示情報を充実していくものです。

もう一つは、資金調達者である企業の活動の活性化を通じて経済の活性化を図るという観点から幾つかの改革をするということで、私募市場への参加者である適格機関投資家の範囲を広げる。それから、今まで認められておりませんでしたエクイティー関連の私募制度も創設する。こういうことが行われました。

三つ目の柱が取引所関係で、金融証券取引がグローバル化している中で、欧米を見ますと、取引所が国をまたがって持ち株会社とか子会社形態で提携する、買収するというようなことが行われています。これが日本の現在の制度ではできませんでしたけれども、こうした動きに対応できるように制度整備をするということでもあります。

その中味は三つありますけれども、一つは、海外の取引所が日本国内に端末を置いて、日本から注文を直接受け付けることができる、この制度をきちっと法的に位置づける。二つ目が、逆に日本の取引所が海外に端末を置いて、注文を直接受け付けることができるようにする。三番目が、取引所について株式会社化されておりますので、持ち株会社とか親子会社関係で提携ができるように、取引所持ち株会社の制度を導入する。それから、株主ルールも、現在は一律に5%超の保有は禁止

されておりますけれども、これを廃止いたしまして、逆に二〇%以上の主要株主について認可制を導入するというような仕組みにする。

今回の報告はこのような内容です。

関理事長 金融分科会でそのような報告をまとめられて、それらが今期の通常国会における法律改正等に結びついたわけですが、それぞれの法律の内容の説明はよろしいのですけれども、国会審議等における問題点や、この法律制定と合わせて、具体的な改革プログラムを実施するために関係法令の政令、府令等の整備も相当大規模に行われたと思うのですが、そのあたりの苦労話、トピックスがありましたら、どなたか少し話していただけますか。

山崎企画官 この「証券市場の改革促進プログラム」は、昨年八月、まさに暑いさなかにまとめられたのですが、できるものについてはなるべく早

くやっていくということで、当初から駆け足の状態で法令改正に取り組んだ記憶があります。

まずは、この改革促進プログラムの中でも、銀行と証券会社の共同店舗を認めていくということとで、従前のガイドラインでは、銀行と証券会社の間には壁とか仕切りがなければいけないとか、出入り口も独立でなければいけないといったような区分がありました。これについては適切な誤認防止措置が講じられていれば共同店舗ができるというような形にさせていただいております。

それから、ほぼ同時期ですが、やはり銀行における有価証券書面取り次ぎ、これは現行の証取法六五条では既に認められているのですが、この内容が余り明確ではなく、使いづらいといったこともございましたので、銀行界等の要望も踏まえて、有価証券書面取り次ぎの業務内容の説明とか宣伝は可能であるといった形で整理し、ガイドラ

イン等も改正させていただいております。このようにできるものは速やかに行わせていただいた一方、審議会でもさまざまな議論も並行して行つて、今回、証取法の改正ということでもとめていったという感じかと思ひます。

審議会での議論、法案審議等で皆様の関心を一番呼んだと私が思っているのは、証券仲介業の關係でございます。証券仲介業というのを設けるに当たっては、やはり何よりも投資家の保護に十分配慮しなければならぬという指摘が特に金融審議会でございます、そもそもどういった形で制度設計をすればいいかということでもさまざまな議論がございました。御研究所の二上主任研究員（現、滋賀大学教授・当研究所客員研究員）にもワーキング・グループのメンバーに入っていただきまして、アメリカでのインディペンデント・コントラクター等の制度を参考にいたしまして、投

資家に迷惑がかからないように、例えば証券仲介業者についてはお金を預からないといったような制度にしておりますし、また、さまざまな損害が生じた場合には所屬の証券会社が責任を持つとか、コンプライアンスにも十分配慮した形で制度設計をさせていただいております。

関理事長 今のお話にありましたけれども、改革促進プログラムは、個人投資家を証券市場にアクセスし易くするということに非常に重点を置いていると思うのですが、そのために、まず投資家のアクセス・ポイントを増やすことが必要であるという考え方が一貫して流れている。既に実施された投資信託の銀行窓口販売のその後の展開を見ると、このような意味では成功したように思ひます。投資信託の銀行窓販、株も含めての書面取り次ぎの緩和、共同店舗方式の許容、証券仲介業者制度の導入、これらは全部アクセスを増加するた

めの措置ですが、それについては、こういう点か心配であるという意見も一連の論議の中で随分あったのではないかと思いますけれども、そういう目的と問題点との調和というあたりについては、どのようなお考えでしょうか。

山崎企画官 投資信託の銀行窓販については当初いろいろな議論がございましたが、現在見えていますと、三割近くは銀行で投資信託が窓販されているということで、投資信託市場を発展させる上で大変大きな機能を果たしていただいたと思っております。全銀協に調べていただいたところ、銀行界も株式投信等投資信託についてはこれからも力を入れていきたいということでありまして、販売員を増やしていきたいとか、扱う店舗を増やしていきたいという希望も大いにあるということで、今後この面からの発展については我々も大変期待しているところであります。

ただ、投資信託を販売する上では、お客さんに商品を十分説明するということが大切だと思います。銀行などもこの辺は十分留意なさって、その結果がこういう成功に結びついてきているかと思いますが、若干複雑な仕組みの商品もニーズにこたえるという形では増えてきていまして、それに伴う説明というのも多少難しくなってきた面があると思います。

個人的にやや懸念している点は、最近、定時分配型のファンドが比較的人気が出ておりますが、この定時分配型のファンドは、市況とか買った時点によっては、元本を戻したような形で分配ということが起こり得る場合があります。例えば、こういったことは定時分配型に起こり得るということを説明しないと、今後何かのときに問題になってくるというケースもあるかと思いたすので、販売会社の方には注意していただけたらとは

思っております。

関理事長 アメリカにインディペンデント・コントラクターという制度があること、投資信託の窓販を始めるときに、損害保険の代理店がそれをできるように特別に法整備を行ったこともあったと思いますけれども、今度、証券仲介業者という制度をつくって、これを導入することになれば、先ほどのお話にもありましたけれども、その証券仲介業者を使っていく親証券会社、これがコンプライアンス体制をどこまで徹底できるかということと、証券仲介業者の従業員も含めた適格性をどう担保するか、制度的には十分配慮されていると思います。実際に実現するまでには相当問題点もあると思うし、今、証券会社の経営も、昨今の一〜二カ月は別として、やや守りの姿勢が強い状況ですから、この制度を積極的に使っていくという動きもそんなに表に出てきていないようです。

けれども、今後の見通し、実施までの課題というところはどのように判断されているのでしょうか。

山崎企画官 制度はできても、それがなかなか活用されてこないといったような問題点が、現在の証券市場に多分あるのかと思っております。証券仲介業については、このようなことがなく、ぜひこうした制度を活用していただきたいと思います。うのですが、先ほども話がありましたように、いかにせんコンプライアンスをどうやって確保するかというのは大変重要な問題だと思います。例えば、コンプライアンスをチェックするために、責任分担については委託契約書のひな形を作成していただいて、その明確化を図るといったようなことも必要になってくるかと思っています。

証券会社のOBの方を活用するケースとか、ファイナンシャル・プランナーの方を活用する

ケースとか、それぞれ証券会社が独自性を持って、いろいろなビジネス・モデルを拡大していただけではないかと思っております。個別にこういったことでどうかというような件については、証券業協会ないしは金融庁の方に御相談していただいて、ぜひこの制度を活用していただければと思います。

証券会社規制の考え方

関理事長 このような市場改革の流れの中で、証券会社等の仲介業者については、できるだけ新規参入―退出の方もあるのかもしれませんが―を積極的に認めていくとか、業務内容もそれぞれ多様な工夫が行われるようにできるだけ応援していく、そういう行政姿勢で臨まれていると思います。が、そういう規制環境をつくれば、民間が全体的

に、それぞれの経営の問題として特色あるビジネス・モデルを構築するという試みが活発になると考えられたわけですが、金井課長、実際にはこの一年間ぐらいの大きな変化というか、印象的なものとしてはどんなことがありますでしょうか。

金井証券課長 まず、参入と退出の状況で数字を簡潔に申し上げれば、国内の証券会社が昨年の三月に二四一社あった。その後の一年間で新しい会社が一三社増えていきます。一方、廃業が一〇社、営業譲渡が一〇社ですから、それで二〇社減りまして、今年の二月現在で、一年前に二四一社だったのが二三四社になっています。外国証券会社も同じような動きがありまして、一年前に五〇社だったのが四社増えて九社が減り、今四五社になっています。まず新規参入については、今、関さんがおっしゃったとおり、目的が非常にはつきり特化していると思います。例えば不動産会社を

やっているとところが不動産の投資証券をやるために証券の登録をするとか、外資系でも、新しく入ってくるところは国内の機関投資家向けにデリバティブを販売するというように目的をはっきりさせています。ですから、非常にそういう意味ではビジネス・モデルがはっきりした形での新規参入が起きていると思います。

一方、退出も含めた経営状態の話なのですけれども、私も証券課長を離れると、証券課長である前に一人の人間でありまして、毎日のように証券会社の社長さんにお会いしますから、それはお会いする会社の経営がよくて相手とにこにこ話ができればいいに決まっているわけなのですが（笑）、いや、これは本音です、やっぱり。二七五の証券会社の決算を集計してみました。そうすると、一番大きな特徴というのは、トレーディングによる収益というのがこの一年間では三六%、非常に大

きく伸びています。一方、委託手数料の方は二三%減っている。その結果、二七五社のうち、経常利益を上げている会社が六四社、当期利益を上げている会社が五四社となります。やはり去年というのは大変な年であつたのだらうとまとめられると思います。

一番よく私が受ける質問で、先ほど申し上げたトレーディングというのが非常に重要な収益源なのですけれども、一体金融庁はトレーディングについてどう思っているのでしょうか、というのがあります。トレーディングについては、ビッグバンの報告のときに証券会社の重要な業務であると位置づけを決めています。トレーディングというのは市場に流動性を供給する機能であり、重要な業務であるという前提に立って我々は仕事をしております。

ちよつと長くなるのですけれども、財務の話

で、平成二年に導入された自己資本比率規制というのは完全に定着したと思います。次のステップというのは、それをいかに日々使って監督に生かしていくかということだと思うのです。

これはぜひ御報告したいのですけれども、モニタリング・システム、電子媒体を通じたモニタリング・システムというのを準備してきたのが、今年動き出しました。これは平成一四年三月から準備を始めていて、考え方というのは、例えば自己資本比率とか経理の数字であるとか、各会社が持っている市場リスクであるとか、そういうものを毎月電子媒体で証券課ないしは財務局に報告しようというのですけれども、平成一四年一月月から動き始めました。今ほもう毎月フロップीडィスクの形で各証券会社から数字が登録されるようになりました。

自己資本比率も、各証券会社について毎月の数

字のグラフが瞬時に出るようになったのですね。

ですから非常にモニターが容易になりました。次のステップは、毎月資料を出していたくわけですから、今度はそれを我々がいかに生かして分析し、各社にフィードバックしていけるようにするか。システムが動き出しましたので、今度はそれを消化して監督のレベルアップ、それから証券会社の皆さんにお役に立つように使うというステップに入ったところです。

関理事長 そのフィードバックについてですが、少し細くなるかもしれませんが、例えばお話のあったデイレリングとの関係では、近年カウンターパーティー・リスクということが非常に意識されて、大口取引の相手方の財務内容がどうなっているかというようなことはどのように把握していくか。特にデリバティブ取引等においては一つの問題点になっていると思うのですが、行政

が個別会社のモニタリングを行って集まった情報を民間にフィードバックしていくということについてはどのようにお考えですか。

つまり、例えばそれぞれの会社には、報告された情報に問題点があるよというところは経営者に早く伝えて少し改善してほしいというように使われる以外に、市場機能の整備という観点でもそういうモニタリング情報を活用するというようなことにまで発展するのでしょうか。

金井証券課長 モニタリング情報は、個社の監督のために使われるべきものだと思います。ただ、モニタリングの結果というのは貴重な情報を含んでいることも事実です。個社の情報がありますからミクロ的には使えないのですけれども、それを集積した形で分析し役に立てていくというのは、我々金融庁の中で一生懸命勉強しなければならぬ話だと思います。

関理事長 行政姿勢が自由な参入、どんどん競争してやりなさいということになると、仲介業者としての、財務の健全性をきちんとチェックしておくということが非常に重要ということになり、そこでモニタリングの機能を重視していくというのが現在の方針であるといえるでしょうか。

金井証券課長 その通りです。

関理事長 デイリーリング業務については、長い証券行政において、特に免許制のかなり長い時期には、証券会社はとにかくブローカー中心で行って、デイリーリングは補完的なものにしようという行政方針であったと思うけれども、今は御説明があったように、市場改革によってそういうことはもう言わないようになり、デイリーリングに特化するという証券会社も出てきている。

一方、規制上はそうであっても、デイリーリング業務だけで、経常的に収益を上げるというのはな

なかなか難しいことであり、それはやはり経営としては結構大変なチャレンジになるわけだし、それに伴いやっぱりリスク管理の方を重視しなければならぬと思うのですけれども、そのあたりはどうお考えになりますか。

金井証券課長 まさに監督サイドからトレーディングというのを見ると、リスク管理というのが一番先に目に入りますし、一番重要なですね。それについては、今年の三月に、「株式市場の適正な運営の確保について」という施策を出したときに、証券会社の自己売買に関するリスク管理の徹底というお願いをいたしました。

この考え方というのを簡潔に御説明をしますと、まず、自己資本比率からスタートするわけなのです。それで、各社が自己資本比率、今の水準があつて、それから自己資本比率が下の方向に、トレーディングによってどこまで変動していいか

というのを自主的に決めていただく。そうすると、その数字から、トレーディングで追つていい、最大のリスクというのが計算できますから、日々の売買の中で、そのリスクの範囲内でトレーディングをするように仕事をしてくださいというお願いをしました。

これを我々が導入するときに何をやったかという、まずトレーディングをやっている会社でできるだけたくさんヒアリングをして、どういうようにリスク管理をされていますかというのを聞きました。一番質問を受けたのは、「これは新しい設備投資をしてくださいということですか」という質問なのですが、答えは「ノー」でありまして、そこが一番考えたところなのですけれども、このときをお願いをしたことというのは、できるだけ既存のリスク管理システムを活用して、適正な許容市場リスクの範囲内でトレーディング

をされているということを、いわば証明してくださいということでした。

それから、もう一つ、気をつけたのは、とにかく質問があつたら、証券業協会なり金融庁にしてください、そうしていただければ、御社のリスク管理システムで、ガイドラインに当てはまるかどうかは御相談に乗りますということを申し上げます。

関理事長 私も不勉強なところなのですが、お話のようなリスク管理のシステムについては、経営としてはどのように対応すればよいのでしょうか。

金井証券課長 このルールでは、最初に許容されるリスクを決めていただきます。その上で、日々の損切り幅とかディーラーのポジションの最大値を用いて、許容市場リスクの範囲内にあるということ、各社で証明してくださいということ

す。

関理事長 先ほど、金融庁としてトレーディングについて、ネガティブな姿勢なのかという疑問が業界の中にあるということをいわれたのですが、それは、一年前に実施された空売り規制問題と結びつけて業界の中にある懸念のように思いますが、どうでしょうか。

金井証券課長 我々いつも各社の皆さんとお話をする、市場は、規制はすべて嫌いであるという怒られるのですけれども、先ほど申し上げたとおり、ルールを考えるときに、特定の業務について好きとか嫌いということはないですね。お見せできないのが残念なのですけれども、我々は頭をひねって必死で考えて、とにかく市場というもののがきちんと機能してビッグバンのフリー、フェア、グローバルの精神が体现されるようにやっています。ですから、先ほど申し上げたよう

に、トレーディングというものに対して偏見を持っているのではないかというのは誤解ですね。

「国際基準」を巡る動き

関理事長 必要な規制がなければ市場機能が発揮できないということは、当然であり、規制の内容や考え方をどれだけ透明で明確にしているかが重要だと思います。ここで松尾企画官にお願いしたいのですが、最初の話題として、我が国の金融・証券市場全体において、市場改革がどんどん進んでいることについて、国際的な関心とか国際的にどう評価されているかというようなことについてお話しただけだと思います。もう一つ、ご存じのように、国際的な基準といえるようなものも、国際的な協議や調整が行われてきて、次第にコアになるような国際基準が決まっていると思います

が、そういう状況についても触れていただければと思います。近年は、国際基準をつくるだけでなく、各国がそれらをしっかり適用しているか。まず、国際基準作りに関与した主要国だけでなく、さらに他の国でもなるべく適用されるようにしようという方針も打ち出されている。また、例えば、G8サミット等でも政治的な支持を与える、そのような一連の国際基準形式・適用の仕組みはでき上がってきていると思うのですけれども。

松尾企画官 国際基準とはそもそも何かということですが、九七年のアジア通貨危機、さらに九八年にグローバルな通貨危機があった際に、各国の金融システムの健全性・安定性が重要だということが国際的に認識されました。こうした認識のもとで、金融監督に関する国際協力の強化を目指して、金融安定化フォーラム(FSF)が九九年に設けられました。金融安定化フォーラムでは、九

九年に国際的に重要な基準として一二の「キー・プリンシプル」を決めまして、その中には、例えばIOSCOの証券規制に関する目的と原則、バーゼル銀行監督委員会の原則、保険監督者国際機構（IAIS）の原則、OECDのコーポレート・ガバナンス原則などが含まれます。これら原則は、世界中の国が必ず一〇〇%守らなければならないということではなくて、よく高次の原則、「ハイレベル・プリンシプルス」という言い方をするのですけれども、高次の原則的な考えを示して、各国の規制もこうした原則に則ったものにしていくことが望ましいというものです。

具体的には、IMFと世界銀行が金融セクター評価プログラム（FSAP）を行ってしまして、主に途上国を対象に、これら原則に則っているような制度になっているかどうかを評価するという作業を今進めているところであります。従いまし

て、国際基準といっても、それが世界中すべてこれを採用するというよりは、そうした高いレベルの原則に則ったような制度を各国が、自らの固有の制度を踏まえながら構築しているということが重要だと思えます。

その関連で、御指摘のとおり、最近強調されているのは、制度はいいのだけれども、それがしっかりと実行されているかどうかということでありまして、形だけ制度をつくるということは、ある意味でそれ程難しくないのですけれども、実際にその制度がうまく運用されているかどうかということが重要になります。

特に、最近、ヨーロッパでそうした執行、エンフォースメントを強調する議論が強くなりつつあるような印象を受けます。その背景としては、やはりEUが拡大する中で、EUの中において制度がしっかりと実施されるような体制になっている

必要があるという考え方がるように思われます。

そういう中で、日本はどうしているかといいますと、やはり日本は世界の主要市場、すなわち東京市場という、規模的にはバブル期よりは随分小さくなりましたけれども、世界的にはまだ非常に大きい市場を持っておりますので、こうした国際的な原則を策定する議論については、IOSCOの場合などを通じて積極的に関与しております。

例えば、最近の例でいいますと、去年の一〇月にIOSCOの専門委員会が公表した三つの原則があります、一つは継続的なディスクロージャーに関する原則、もう一つは監査人の独立性に関する原則、もう一つは監査人の監督に関する原則を公表しております。これは、まさに足元で問題になっている課題について、IOSCOが素早く原則を策定して、それを主要国だけではなく

て、途上国を含めた世界全体に広げようという動きであります。そういう作業に積極的に参加していることでもあります。また、足元では今、証券アナリストに関する原則づくりが進められています。これは金井証券課長が私の前任者であるわけですが、その当時に、IOSCOの証券アナリストに関するプロジェクト・チームの議長をしております、その報告書が今年の二月に取りまとめられ、その報告書をベースに今、原則策定の作業を行っているところです。IOSCOでは、信用格付機関に関する原則を策定する作業も進めております。

関理事長 今お話がありましたIOSCOの活動は最近のエンロン・スキャンダルによって表面化した問題点や、それに対するアメリカの対処が出发点になっているといえますか。

松尾企画官 そうですね。エンロン事件が起きた

当初、アメリカで起きたひどい事件だという見方が強かったのですが、次第に、いや、これは単にアメリカの問題だけではない、グローバルな問題だという見方になりまして、昨年の九月に金融安定化フォーラム(FSF)の会合でそうした観点から議論になって、そのプレスリリースにおいてコーポレート・ガバナンスでありますとか、監査人の独立性・監督の問題でありますとか、デイスクロージャーの問題、会計基準の問題でありますとか、格付機関の問題などが国際的に取り組む課題として提示されています。

関理事長 金井証券課長が前に、証券アナリストに関する報告書をまとめられたというお話がありました。そのようなIOSCOが示している国際的基準を日本に当てはめると、我が国における国際基準の適用状況はどのように判断できますか。

松尾企画官 私は基本的に、日本はIOSCOの策定する各種原則に則った制度になっていると思います。IOSCOの原則は、公的拘束力があるものではない一方、それに則って各メンバーが改革を促進することが期待されるという位置づけです。

私がIOSCOの会議でよくいつているのは、原則はもちろんなのですが、その適用は基本的に各メンバーに委ねられているということです。グローバルな課題といいながらも、国によって深刻度が違う。例えば、証券アナリストでいいますと、やはりアメリカの問題が一番深刻だろう。イギリスのFSAも、「自分たちはアメリカほど深刻ではないけれども、改革をしよう」という言い方を明示的しております。日本でも、日本における証券アナリストの状況を踏まえて、証券業協会の自主規制を定めて対応しているということだ

と思いますので、しっかりした制度になっていると思います。

金井証券課長 これは少しPRがあるのですね。けれども、松尾企画官が御説明をしたとおり、証券市場というのは国際的なルール、外国のルール、国際的なIOSCOの考え方と国内の規制というのが競争をしているようなところがあるのです。このアナリストについては、日本がルール化したのは、アメリカや世界に先駆けてきちんとやったという例なのです。

具体的に申し上げますと、アナリスト・レポートの取り扱いというのは日本証券業協会の理事会決議で決まっていますけれども、現在の形にしたのが二〇〇二年の一月に一回改正をした後、今年二〇〇三年の一月に理事会決議を、いわば確定させております。

一方、いわゆるアメリカでグローバル・セトル

メントというのが行われたのは、今年の、そのあとの四月ですし、それを踏まえたSECのルールができているのも四月なのですね。SECのルールが出たときに、我々、アナリスト理事会決議と一言一句全部照合しましたけれど、重要なルールは、既に今年の一月に導入をされています。それから、アメリカのもので日本のものにならないものは、市場の慣習が違っているので導入する必要がないのです。

ですから、これはぜひともPRをしたいのですが、けれども、競争という大変なのですが、本件については、国際的な規制をきちんとそろえることについては、日本が一番早く対応している国の一つであるということです。

関理事長 ありがとうございます。松尾さん、次に国際的な会計基準・監査基準を巡る動きを少し説明していただけませんか。

松尾企画官 国際的な会計基準として、国際会計

基準審議会（IASB）が定めるいわゆる国際会計基準（IAS）があります。現在は、正式には国際財務報告基準（IFRS: International Financial Reporting Standards）という名称であり、名前が変わったのですけれども、一般では「IAS」と引き続き呼ばれておりますので、IASで呼ばせていただきます。国際会計基準審議会は民間ベースの機関です。これが公的な意味を持つのは、ご承知のとおり、IOSCOが二〇〇〇年五月に、外国企業によるクロスボーダーの証券の募集・上場については国際会計基準を使うよう、メンバー国に勧告するという決議を採択しているからです。基本的には、IOSCOの決議の中では、国内基準については触れられておらず、各国の判断だということです。

最近の動きとして大きいのは、欧州連合（E

U）が原則として二〇〇五年に、EUの全上場企業の連結財務諸表について、IASの使用を義務づける決定をしたというものでありまして、EUにおいてIASが公的に認知されているということが大きな動きだろうと思います。

もう一つ、国際的な大きな動きとしては、アメリカの財務会計基準機構（FASB）と国際会計基準審議会（IASB）が昨年の一〇月に、会計基準の収斂（コンバージェンス Convergence）について合意したということを発表したことです。

日本は取り残されるのではないかという議論が一部みられますが、IASBとFASBの間でコンバージェンスについて合意した覚書（MOU）を見ると、実は「コンバージェンス」という言葉は一言もなく、「コンパティブル（Compatible）」というコンバージェンスより弱い用語が使われて

おりして、アメリカの基準とIASBの基準がすぐ同じになるということではありません。

IASBとFASBの合意の目的は、例えば、ダイムラー・クライスラーがアメリカに上場しているのですけれども、今アメリカはIASをそのままの形で受け入れるのではなく、リコンシリエーション (reconciliation) という調整をさせた上で、SECに財務諸表を提出させています。企業にとって調整なしで提出できるようになれば便利なので、そういう調整をできるだけなくすような方向で収斂作業を進めているということでありまして、例えばアメリカの国内基準がIASと同じになるということまで視野に入っているというわけではありません。

日本は、会計ビッグバンを金融ビッグバンの一環として九六年以降始めておりまして、既に国際的に整合性のある会計基準を整備しております。

IASBにつきましては、現在、金融商品の時価会計の改定案、保険会計、業績報告、ストック・オプションの費用化などの議論をしているところです。

IASBは各国の会計基準設定団体とは異なるものであり、日本の山田辰己さんがメンバーになっておりますが、あくまでも個人の資格です。

ただ、山田さんは、日本の会計基準設定機関である企業会計基準委員会の理事を勤められ、その国際対応専門委員会で議論した上で、山田さんがIASBの理事会に臨む形になっております。

監査基準につきましては、世界各国の公認会計士協会の団体である国際会計士連盟 (IFAC) に設けられている国際監査・保証基準審議会 (IASB) が、国際監査基準 (ISA) というものを作成しております。IOSCOは一旦、九二年に、クロスボーダーの証券の募集・上場につい

て国際監査基準を承認しましたが、その後問題が生じたため九四年にその承認を取り消しております。従いまして、現在、公的に認知された国際監査基準はありません。あくまでも国際会計士連盟という会計士の団体の下にある国際監査・保証基準審議会がこの国際監査基準を作成しているわけです。

最近の動きがあるのは、やはりEUでありまして、EUが五月に発表した域内市場戦略の中で、二〇〇五年を域内市場統合の目標に定めて実施している金融サービス行動計画(F S A P)の一環として、国際監査基準を二〇〇五年三月までに採用したいとしております。その関連で、国際監査基準については、現在I F A Cが策定して、公的な関与がないことから、今年三月の金融安定化フォーラム(F S F)で、I F A Cの国際監査・保証基準審議会の作業について、公益の観点から

監督する機関を設ける必要があるとされており、現在それに向けた議論が国際的に行われているところ です。

日本については、金融庁の企業会計審議会で新しい監査基準を去年の一月に定めております。これはI F A Cの国際監査基準に概ね沿っているものであります。

関理事長 I O S C Oが当時は国際会計基準委員会—I A S Cといっていました—でまとめたI A S何番という項目ごとの会計基準を認知するというような動きがありました、その作業は結局全部終わったのでしょうか。

松尾企画官 I O S C Oによる御指摘の作業は何を目標としていたかというと、先ほど申し上げた二〇〇〇年五月のI O S C Oシドニー総会で、外国企業によるクロスボーダーの証券の公募・上場についてI A Sの使用をメンバーに勧告するとい

う決議にするためには、やはりその内容がしっかりしたものでないといけないということから、IOSCOで検討していたわけです。ただ、作業自体はその時に終わったわけではありません。なぜかといいますと、IASBは、先ほど金融商品の時価会計の改定について申し上げましたが、常に個別の会計基準を改定したり、新しい個別基準を作成したりしています。従いまして、IOSCOの中の第一常設委員会（多国間開示・会計監査）で、IASBで検討している個別会計基準についてレビューしており、場合によってはIASBに対して意見を言ったり、IASBの基準案に対してコメントレターを出したりしております。

関理事長 IOSCOとしては、今後コンバージョンが進む国際会計基準（IAS）をIOSCO Oとして認知するというようなことは、今後あるわけですか。

松尾企画官 外国企業によるクロスボーダーの証券の募集・上場については、先ほど申し上げましたとおり、二〇〇〇年五月にIOSCOの勧告が出ています。クロスボーダーではなく、各国国内基準については、IOSCOとしては国際会計基準（IAS）の使用を勧告する考えはありません。各国で国内企業をどうするかというのは、あくまでも各国の判断というのが基本にあると思います。

関理事長 お二人の話をまとめてみると、少し一般的な印象とは違って、日本の会計制度、監査制度というのは、かなり国際的な水準に達している、こういうように考えていてよろしいのですか。

松尾企画官 例えば、金融商品の時価会計というのは、EUは実はまだ導入していないのです。日本の方が早かったというわけでありまして、そう

いう意味で、日本は会計ビッグバンを通じて、国際的にはかなりのレベルの会計基準になっていると思います。

商法改正とコーポレート・ガバナンス問題

関理事長 このところ市場改革や金融審議会のビジョンの具体化にあたり、かなり精力的に法律改正に取り組まれて大変な作業になっていると思いますが、立法段階のいろいろな御苦心とか、今、商法の話がありましたけれども、法務省との連携とかについて、何かコメントいただけませんか。

大藤企画課長 金融の仕事をやるようになってから、非常に痛感するのは、商法等の重要性です。市場のインフラ整備を検討していくときとか、あるいは銀行、保険等の課題への対応を検討するときにも、商法は、会社法等との関係が非常に重要

な役割を有しています。

法務省の方もそこらは十分認識されて、我々も金融システム改革に努力していますが、商法の分野でも非常にスピーディーにいろんな改革を実現されてきているのではないかと思うのです。まず平成九年から一二年ぐらいいにかけて、企業の組織再編成のための商法の見直しを大車輪で進められましたし、それから平成一三年六月には、先ほどお話ししましたように金庫株が解禁され、同年一二月には、これは議員立法ですけれども、監査役の機能の強化と取締役の責任軽減、それから一四年の五月には、会社の機関の見直し等というところで、委員会等設置会社制度等が導入されて、これは一五年四月から施行されています。このように、このところ矢継ぎ早に精力的に見直しが進められており、我々もその成果を金融システム面での改革に生かすよう努力しているところです。

それから、より直接的に関係する話としては、証券決済制度改革、これはまさに法務省、法制審と連携をとって検討を進めてきているところでありまして、いよいよ証券決済の関係の最終段階、株券の無券面化等について、早ければ今度の臨時国会にも提出しようかというようなことで議論が進められているところです。

関理事長 商法との関連についてお話がありましたけれども、コーポレート・ガバナンス問題を巡る国際的な動きについて、松尾さんから少し説明していただけますか。

松尾企画官 コーポレート・ガバナンスは、国際的にみて企業会計改革の中の大きな項目である一方、それぞれの国によって基盤が違うという面があつて、国際的整合性という観点から難しい問題があるところだろうと思います。

日本についていえば、コーポレート・ガバナ

ンスは商法と商法特例法で定められておりまして、その改正を通じて最近改革が相当進んでおります。例えば、監査役制度については、特に平成三年の議員立法による商法改正によりかなり強化されました。例えば、社外監査役の要件の厳格化でありますとか、社外監査役の人数を二〇〇五年五月以降半数以上にするといったように、強化されていきます。

また、今年の四月から、商法特例法上の大会社については、委員会等設置会社の選取肢が導入されております。この点について東大の江頭先生は、会社を選取肢を用意して制度間競争を促進しようという考え方であるという解説をしておられます。

外国の制度をみますと、まず、アメリカのコーポレート・ガバナンスについては、アメリカは五〇州あつて各州に会社法がある中、結局SECの

規制の下で、ニューヨーク証券取引所や全米証券業協会（NASD）の上場基準でコーポレート・ガバナンスの連邦化を図っているというわけです。

イギリスをみますと、民間の機関である財務報告協議会（FRC: Financial Reporting Council）が統合規範（Combined Code）を定めておりまして、これが上場基準に取り入れられています。

これはイギリス的なのですけれども、「従うか説明するか（comply or explain）」というので、従うか、従わない場合にはその理由を開示しないとされています。このように各国でコーポレート・ガバナンスの定め方がかなり違うわけです。国際的整合性という議論をする場合、この点をよく考える必要があります。アメリカの企業会計改革法には、アメリカで公開している企業に対し、全員独立した取締役から構成される監査委員会の

設置を義務づける規定がありました。日本や欧州委員会（EC）もかなり努力して、日本の監査役制度が適用除外になっています。日本のコーポレート・ガバナンス制度については、平成一三年・一四年の商法改正で相当整備されたと考えております。国際的にも、日本の監査役制度はアメリカの企業会計改革法の適用除外となるなど、国際的にも理解されているわけです。

現在、OECDの九九年のコーポレート・ガバナンス原則の見直しの作業が行われております。その中で私どもが主張しているのは、原則はあくまでもハイレベルの原則であり、他の分野以上にコーポレート・ガバナンスの分野は各国の固有性が強いので、最初に申し上げた多様性を許容するような原則にしてほしいということを言っております。

関理事長 最後に触れられた現在のOECDの

コーポレート・ガバナンス原則をみると、その前文のところに、コーポレート・カバナンスについては多様性があるとか、この原則は唯一のものではないとか書かれていると思います。今回のエンロン事件等を踏まえて原則を見直す作業を少し繰り上げることになっておりますが、そのような考え方は違ってくるでしょうか。

松尾企画官 確かに一時期、拘束力のより強いものにするべきだという議論が出てきていたことが、私どもが、多様性ということで強調したことであって、従来よりはいろいろ書き込もうということになるかなという印象は持っておりますけれども、非常に拘束力が強いものになるというようにはみておりません。

関理事長 EUの中でもドイツの取扱い等で調整に時間がかかっているような印象がありますけれども、そうなのでしょうか。

松尾企画官 欧州委員会（EC）も今年五月にコーポレート・ガバナンスについて提案を出していますが、やはり会計基準や監査基準と違って、多様性を許容するような提案になっている印象があります。欧州単一のコーポレート・ガバナンス制度を定めようということではないと思います。

証券税制の画期的な見直し

関理事長 ありがとうございます。橋本企画官にお聞きいたします。平成一四年度改正までの税制改正の流れを踏まえて、この一年間が動いたと思います。金融庁としての証券税制についての基本的な考え方を説明していただき、それから、市場改革の実現のために非常に重要な証券税制について、特に政府の「骨太の方針」で「貯蓄優遇から投資優遇へ」ということがはつきり書かれる

ようになり、そういう方針が浸透して各方面の理解を得ることによって証券税制改正が抜本的に進んだという面もあると思うのですけれども、金融庁として、平成一四年度・一五年度税制改正において、どのように取り組まれたかをお話していただけますか。

橋本企画官 今、御指摘がありましたように、投資優遇という非常に大きな問題意識があったわけですね。個人投資家に証券市場、株式市場により参加していただく、そのための税制として、一四年度税制改正もいろいろ工夫はされたというか、従来にないようなことがいろいろあったわけですね。

一つは、例えば株式譲渡益課税の税制改正は通例の年末に決まるのではなく、秋に内容が決まって、十一月の臨時国会で税制改正が行われています。それは投資優遇、またそのための税制改正が

必要だという意識が国会議員の方、また国民に浸透していたからこそ、そういう従来にないタイミングで改正が行われたのだと思うのです。

そのほかにも、例えば税率一つとっても、長期保有の株式の税率は、預貯金の税率二〇%よりも低い一〇%という税率を認めていただいた。これは国会議員をはじめ、税務当局に従来ない御理解、御配慮をいただいたのかなと思います。

ただ、御承知のとおり、いろいろなアイデアが出たので、複雑な優遇税制の体系になってしまったという御指摘もあります。例えば長期保有の株式の税率について、三年間に限って一〇%にするのと、あるときまでに買った株については元本一〇〇万円までは非課税にすること、長期保有の株の譲渡益は一〇〇万円まで特別控除することなど、それぞれを理解した投資家にとっては非常に魅力のある税制ではないかなと思うのですが、

わかりにくいという評価を受けてしまった。一五年度税制改正のときには新たな課題として、簡明であること、わかりやすい税制であることというのが、一つの大きな問題意識として、金融庁の基本的な考え方になったわけです。

ただ、一点だけ申し上げておけば、一四年度税制改正の中で、特定口座制度というのが認められた。これはその後、中身の細部がわかってきたときに、わかりにくい、複雑である、使いにくいとか、いろいろ批判は出てきたわけです。しかし、私としては、担当していたからいうのかもしれないけれども、源泉分離課税がなくなる中で、またアメリカのように申告することがサラリーマンにとって当たり前の状態ではないという日本において、株式の税制を考えると、何か納税手続の負担を軽減するような、そういった受け皿という仕組みが必要ではないか、そういう強い問題

意識を持っていました。特定口座という従来のない仕組み、証券会社が個々の投資家の譲渡損益を正確に計算して、希望があれば納税までするという仕組みが一応世の中にできたということは、私としては大きな意義があったのではないかなと思います。

さらに、特定口座については、使いにくい部分などが改良されて、一五年度の税制改正後はかなりよくなったのではないかと思います。

関理事長 そのお話は私も全く同感するところがあります。もちろん株価は何とかしなくてはというお考えも強かったと思いますけれども、市場機能活性化のためにこういう税制が必要である。ああいう税制も検討すべきであるというように、皆さんが知恵を出していただいて、それらの積重ねの結果として、今のわかりにくいといわれる状況になったと思います。特定口座的な仕組みを導

入してはどうかということは、平成一二年税制改正要望でも提案したことがあるのですが、ほとんど相手にされなかったわけです。今回、こういう制度が実現できたということは、やはり大変画期的なことだったと思います。

ただ、夏の改革促進プログラムの中の税制の項目を見ると、中長期的な観点から検討するというように、やや慎重な構えもあったようですが、一五年度税制改正があれだけ抜本的な改革が実現したということについては、いろいろな御努力、御調整があったと思うのです。改正実現の具体的な内容、これもたくさんありますけれども、今のポイントのところで、一五年度税制改正が実現するまでのエピソード的なこともあれば、ちょっと触れていただければと思います。

橋本企画官 一五年度税制改正に向けては、先ほどもいいましたけれども、一つの柱はやはり投資

優遇、もう一つの柱は簡明であるということです。先ほどの中長期的な観点からの検討というお話もありましたけれども、内部的にはそういった問題意識を踏まえながら、中長期的にどのような税制がいいのかということについて、市場課長を中心にいろいろ議論をし、それが今回の税制改正につながっていきました。

その具体的な内容としては、一つは長年要望していたけれども、なかなか手がつかなかった配当課税が今回大幅に変わった。

税率が一〇%となり、しかも源泉徴収だけで終わることができるようになった。従来一銘柄当たりの配当の額が一〇万円を超えると、高い税率であるとか、申告が必要だということもあって、配当課税というのはなかなかややこしい、複雑だというイメージがあったのですが、今回は一〇%の源泉徴収で納税が完了できるようになった。これ

は非常に大きい改正ではないかと思えます。なお、一〇％の税率は、御承知のとおり一五年の四月から二〇年の三月という特例措置です。非常に簡明で、預貯金の半分の金利ですから、非常に大きなメリットがあるのではないかと思います。

最近、株価が低いこともあって、実質的な配当利回りが高い、一方、預貯金の利回りが低い、ということと配当を念頭に置いた資産運用も多くの人が考えられていると聞きます。さらに税制改正が資産運用を考える一つの契機になってもらえば、非常にいいことなのかなと思います。

次に、株式の譲渡益課税についても、簡素化、軽減という考え方から、税率が一〇％となりました。今回は、配当も一〇％、株式の譲渡益も一〇％、後で触れます株式投資信託の税率も一〇％、そういう非常にわかりやすい税率になりました。これは、長期保有について一〇％ということでは

なくて、短期保有であっても、税率は一〇％で簡明です。しかも短期は従来二〇％でしたから、優遇されているわけですね。そういう意味でも、意義があります。

さらに、株式の譲渡損については、三年間の繰り越しが認められています。株式投資というのは預貯金に比べればリスクが高いわけで、そういったものについてのリスクに配慮した税制が整備されたというのも、意義が大きいのではないかと思います。

また、株式投資信託についても、先ほどからいっているように、税率が一〇％になる。従来は預貯金の利子並み課税ということで、二〇％の源泉分離課税だったわけです。ある意味でわかりやすかったわけですが、それがわかりやすい上に、さらに税率も低くなった。個別銘柄の株式まではなかなか手をつけにくいけれども、リスク

分散商品としての株式投資信託なら資産運用の手段として考えたい、そういう一般的な方々にとつ

ては、こういう税率の優遇というのは大きなメリットがあるのではないかと思います。なお、適用期間は一六年の一月から二〇年の三月です。金融庁としては、株式投資信託というのは預貯金と株式の中間に位置する非常に重要な金融商品だと考えています。いきなり個人が個別銘柄の株主とまでなるのは難しいわけで、そこをつなぐ商品として株式投資信託は重要ですから、税制を何とか手当てできないのかという問題意識をずっと持つておりました。今回の税制改正はその問題意識に
応える、いい改正だと思つております。

関理事長 一五年税制改正が動き出している部分もあるわけですが、実際に特定口座の改善とか、またタンス株という言葉がありますけれども、そういうような対応についてもかなり配慮されてき

たと思いますけれども、そのあたり、どうでしょうか。

橋本企画官 そうですね、先ほどから御説明したのは、税率という税金の額の話ですけれども、税金を払うことについては、税額とともに手間の問題があり、その負担をどう軽減するかは重要なポイントです。特定口座がそのような観点から生まれたわけであり、その中身を充実することは非常に大切な話だと思います。

具体的には、特定口座について去年から今年にかけて、政令レベルまたは法律レベルでいろいろ改善が図られました。いわゆるタンス株についても、特定口座に入れて運用することができるようになりました。

また、既取得株式について、特定口座内において取得価格としての価格を使うのか、特定口座で買えば明らかですけれども、例えば平成四年以

前とか、そういった昔に取得した株式について、
という価格で特定口座に入れるか、ということ
については議論があったわけです。

ある基準日を設けて、その基準日の株価をもと
としたみなし取得価格というものを使って、それ
で受け入れることはできたのですけれども、それ
よりも実際に取得した価格がその投資家にとって
得な場合もあり、実際の価格での移管が今回の税
制改正で認められた。

そのほかにも、特定口座において、税務署に証
券会社が源泉徴収して納める対象が、従来、国税
の所得税だけだったのですが、今回の税制改正
で、地方税の個人住民税分についても源泉徴収さ
れることになりました。個人投資家にとって一層
手間のかからない制度になりました。

ほかにも、例えばその特定口座における年間取
引報告書を税務署に提出しなくてよくなったと

か、結構生活に密着した部分で、配偶者控除を計
算するときの合計所得には、源泉徴収対象の特定
口座の所得は合算しないということになりました。
た。

関理事長 ありがとうございます。あと、これ
だけ大きな改正ですから、全部についてお話願う
というわけにはいかないと思いますが、投資信託
や公社債の関連の税制というのは何かありますで
しょうか。もしあるとすれば、残された課題とし
てはどんなものがありますか。

橋本企画官 株式投資信託について、これまでの
説明で申し上げてなかった話としては、株式投資
信託の損については、株式の譲渡益と通算できる
ことになりました。従来全然手当てされなかった
株式投資信託の損について、ある程度手当てされ
るようになったのは大きな前進だと思います。

ただ、株式投資信託の損失の扱いについては、

例えば損失の繰り越しが、上場株式の場合は三年間認められていますけれども、繰り越しが認められていないなど、課題はまだ残っているのではないかと思います。

関理事長 一五年度税制改正において、非常に抜本的な税制改正が行われたわけですが、それをうまく定着させるために、証券界としてこういうところに注意して努力してほしいというような御注文があれば、率直にここで話していただけませんか。

橋本企画官 このような税制改正をやっても、国民の方に知っていただかないと意味がないわけです。金融庁としては、従来の投資家の方ももちろん大切なのですけれども、株式に余りタッチしたことのないような方にも、株式市場へ近づいていただくために、証券税制関係の情報提供が非常に重要ではないかと思っています。

ちなみに政府としては、この七月を、証券税制のPR強化特別月間として、テレビ、ラジオ、新聞などで広報活動を積極的にやるようにしております。またタウンミーティングということで、竹中大臣に広島に行っていただきます。業界の方にもぜひこの新しい税制について、従来の投資家のみならずそれ以外の方にも、できるだけ広報していただきたいと思っています。もちろんその前提条件として、まず職員の方によく知っていただくことが必要です。また特定口座制度など結構難しい部分もあったりしますから、社内における準備も大変でしょうが、積極的に対応していただきたいと思っています。繰り返しになりますが、情報提供をできる限りやっていたことが今回の税制改正を生かす上で非常に重要ではないかと思っています。

関理事長 証券税制に関するお話しの最後として、ごく最近ですけれども、政府税調の答申が、

「少子・高齢化社会における税制のあり方」ということがまとまって、今後の税制全体の取組みの方向、それから一年前の一四年にも中期的なあるべき税制構築の基本方針の方向が示されており、すけれども、大きな検討項目としては、金融資産性所得課税の一体化、あるいはいわゆる二元的所得税論の方に向けて、一体化に向けてということころまでいうようになっております。また、その前提という意味もあるでしょうし、納税者の利便のためという観点から、今度はそういう表現になっていますけれども、納税者番号制度の具体的検討ということも、税調の方で議論になっているわけです。こういう課題との関連で、今後、金融庁の取組みについて、差し支えない範囲で少し触れておいていただければと思います。

橋本企画官 まず、二元的所得税については、政府税調のいわゆる中期答申において、今後の課税

のあり方について、金融資産性所得をできる限り一体化する方向を目指すべきである、という表現がありますので、政府税調も従来に比べかなり前向きであるという印象を受けました。

この二元的所得税については、実は金融庁でも、一四年の二月から六月にかけて、金融税制に関する研究会で検討しております。御研究所の野村研究員にも御参加いただいて、その研究をしたところです。その報告書においては、「二元的所得税」をめぐる議論の論点整理を行っており、税制の簡素化に資する、リスクマネーの供給拡大に資するといった、積極的、肯定的な意見が結構多かった。もちろん、消極的な意見もあったわけですが、私としては、基本的には望ましい方向ではないかと思っています。

ただ、その研究会でもいろいろ議論がありましたけれども、二元的所得税とは、金融商品のどこ

までを一元的に計算するのか、税率をどうするのか、そのほか事務コストなどについても、しっかりとした議論が必要ではないかと思っています。

納税者番号制度についても、私も基本的にはいいと思うのですが、納税者番号制度を何のために入れるのか、どのようなコストがかかるのかといったことなどについても、もう少し検討していく必要があるのではないかと思います。

証券決済制度改革の進展状況 —ペーパーレス化の実現—

関理事長 次に、山崎企画官から、もう一つの大きな前進があつた証券決済制度の、迅速な立法活動を含め整備について少しまとめたお話を願えませんか。もちろん、一連の証券決済制度改革にも触れていただきたいと思います。

山崎企画官 今年は、昨年成立した社債と国債の

ペーパーレス化の法案、これが実際に施行されて、制度が動き出した年に当たります。今年の一月から国債がペーパーレス化されて、これに対する移行作業も、関係者の皆様方の御努力によって、極めてスムーズにいったと思います。また、三月からはペーパーレスのコマーシャル・ペーパー、これが実際に動き出しました。今後の課題として、これから発行者と投資家の利用拡大が次のステップになっていくと思います。

現在、ペーパーレスのコマーシャル・ペーパー、残高ベースで二〇〇〇億円強なのですけれども、コマーシャル・ペーパー自体のマーケットは全体で見ると二〇兆円を超えているわけです。手形のコマーシャル・ペーパーに対する税制の特例措置が来年の三月で切れるものですから、これまでに円滑にコマーシャル・ペーパーのペーパーレス化をしていかなければいけないといった課題

を、今後抱えています。それぞれの発行体の皆さん、それからディーラーの皆さん、協力して、コマシヤル・ペーパーのペーパーレス化を定着させていかなければいけないというのが一つの課題だと思います。

それからあとは、今年の一月になりますが、我が国初めての清算機関であります日本証券クリアリング機構が業務を開始いたしました。この業務の開始の結果、大体資金量ですと一〇%くらい、証券決済レベルで四五%くらいの決済分削減になっているということで、そういった意味ではかなり市場の効率性に資するものになっていると考えております。

また、今後証券決済システム改革をどういった形で進めていくかということで、証券決済制度改革推進センターの方で、いわゆるマイルストーンを昨年一一月に策定していただきました。これ

で、これからどういったことをやっていかなければいけないか、いつまでに何をやらなければいけないかというのがかなり明確になったという面がありますので、株券の一般振替であれば二〇〇四年度に行う、国債清算機関の設立が今年の秋を目前として会社が設立される、一般振替制度が平成一七年後半を目途ということ、要綱案も既に取りまとめられているといったことで、今後のスケジュールがかなりはっきり見えてきたというところかと思えます。

先ほどお話しましたように、今後株式のペーパーレス化の法制化ということで、法令レベルの改革はこの段階で一段落ということになるかと思いますが、今後は決済システムが本当に実務的にワークしていくということで、皆様の御協力をいただければと考えているところでございます。

関理事長 先ほど、株券についてはある時期に全

面的にペーパーレスに移っていくという考え方もありましたね。

山崎企画官 これについては議論が分かれまして、それぞれ各会社が定款変更を行って、ばらばらに移っていくというやり方と、それから、ある時期に一齐に移っていくやり方の両方の案が考えられたのですが、法制審議会の中で議論がなされた結果、やはり投資家の皆さんにわかりやすいという観点から、すべて一齐にペーパーレスに移った方がいいのではないかという御意見になりました。法制審議会の中にはさまざまなメンバーの方がいらっしゃるのですが、特に法制審議会の株券不発行部会においては、発行体の皆さん、それから証券、銀行、取引所、保振と、従前、法制審議会で余りメンバーになっておられなかった方にたくさん参加いただきたいき、活発に御議論いただいたこともあって、実務の意見を十分

に反映した円滑な運営がなされたと思っております。

関理事長 今御説明のあったスケジュールで我が国の証券決済制度改革がこれからも実現していくという前提で考えると、日本の証券決済制度がどうも国際的な水準に遅れをとっているという危機意識が強まった数年前の状況から比べると、日本の証券決済制度の水準は、具体的な目標としてT+1とか、DVPとかSTPとかいろいろありましたが、そのような国際的な目標に照らして、どうでしょうか、水準としてはかなり胸を張れるところまで来たと評価していいのでしょうか。

山崎企画官 アメリカが当初、T+1を目標としていた時期が、やや後ろにずれてきたという面は確かにありますが、ただ決済システム改革というのは、常に最善のものを目指していかなければい

けないので、我々としても危機意識は引き続き維持していかなければなりません。

昨年の秋も、IMFの担当者が来て、我が国証券決済システムのレビューが行われたわけなのですが、幾つか指摘がありました。まず一つは、統一的な証券決済法令が整備されていない。これは今後、株式をやれば、達成できる課題ではありません。

第二は、株式のペーパーレス化がかなり遅れている。これは今後、株式がペーパーレス化に移行する過程で、移行の混乱を避けるためにも重要です。現在、保振への預託率が大体六〇%くらいなのですが、これを早急に高めていく必要があると思っています。

三点目に指摘されたのは、STP化の遅れということで、証券とか金融関係者、このあたりについては証券システム改革に対する御理解は大分得

てきているわけですが、いわゆるカスタマーサイドというか、お客さん、投資家のレベルまではまだ十分浸透していないのではないかと思います。この三つの指摘がされております。ですから、そういった意味で、我々の証券決済システムの改革というのはまだ道半ばで、今後もどんどん進めていかなければいけないと思っております。

また、民間団体の日本資本市場協議会*の方が、今年の初めにアジアの債券市場に調査ミッションを派遣しておりまして、韓国、香港、マレーシア、シンガポールと四カ国を回られたのですが、各国とも市場の規模が小さいということもあるものの、かなり先進的なシステムを構築しているというように聞いております。そういった意味で、国際競争力を維持して、さらに強化するためにも、今後ともさまざまな努力をしていかなければ

ればいけないと思います。

* 日本資本市場協議会（日本CP協議会が二〇〇二年三月に改名）は、日本の資本市場の発展を目指すために自主的な活動を行う任意団体である。

関理事長 証券決済システムというのは、業者だ

けの問題ではなくて、最終的に証券市場を利用する投資家段階まで理解が進まなければならない仕組みであり、その必要性をどう徹底させるかということと、新しいシステムをきちんとつくるための資金コストをどう負担するのかということが、当初から業界の検討や行政の方で懸念されていたわけです。御指摘のように、アメリカでも、市場状況が悪くなることによって、目標時点を延ばすというようなことをやっているわけですから、そのあたりが重要な課題だと思います。

最近、世界的に証券決済制度についても国際的な基準みたいな、コア・スタンダードをつくると

か、そういう動きもあったようですけれども、最近の国際的な議論では、証券決済に関する理念的な整理はほぼ終わったという感じでよろしいのでしょうか。

山崎企画官 そうですね、国際的にはG30のさまざまな勧告が既に出ておりますので、こういったものがベスト・プラクティスだということについては、ほぼサーベイは終わったと思うっております。現在、IOSCOが行っているのは、清算機関に関する調査で、来年の秋には報告書をまとめるべく、作業を進めています。ただ、現在は、現状把握を行っているところで、例えば清算機関の法的リスクはどのようにあるべきかとかいったようなことなのですが、我が国については、さまざまな各国のプラクティスを参考にしながら、何か改善すべき点等があれば参考にしていこうと思っています。

コーポレート・ガバナンスと機関 投資家の役割

関理事長 もう一つ、山崎さんにお伺いしたいことがあります。先ほど投資信託の話がありましたけれども、投資顧問業を含め、資産運用業が証券市場において大きな役割を果たしております。特に最近、年金等の運用についても、いろいろな動きがあり、市場改革プログラムでも、証券会社の一任勘定を認めるという話もありましたけれども、機関投資家の資産運用について、このごろ日本だけではなく、世界的にクローズ・アップしているのは、コーポレート・ガバナンスとの関係であり、コーポレート・ガバナンス面で機関投資家は一層積極的な役割を果たすべきではないかという議論です。これについては実践活動が始まっており、具体的には公的年金等の議決権の行使をど

うするか等の議論が非常に活発化しているように思うのですけれども、そのあたりについてはどのようなお考えですか。

山崎企画官 コーポレート・ガバナンスというのは、ある意味で今年が一番大きな、多分国際的にも注目を浴びた論点の一つだと思います。議決権行使の問題というのはなかなか奥深い問題で、私は十分に論ずる資格はないのですが、従前は株式運用に付随的に生ずる行為というくらいの認識しかなかったというのが率直なところだったと思います。ただ、現在では海外でも、例えばカルパスなどはまさに積極的に議決権行使をしている状況でありますし、ある意味で議決権行使というのはフィデューシャリー・デューティーというのか、受託者責任というのか、その中に含まれるということとは、もう既に確立しているところだと思います。

ただ、一般論としては、まさに企業価値というか、株式の価値を高めるために、専門家として議決権を行使すべきだということはいえると思うのですが、実際、議決権の行使をどのようにやっていくかということになると、基準を何にとるかとかいった大変難しい問題にぶつかります。例えばどれだけの収益が上がらなかったら反対票を投ずべきかとかいったことをどうするかとか、助言機関をどうやって活用していくのかとか、多分いろいろな工夫があるかと思うのですが、ここは、我々行政機関としてというよりも、それぞれの運用機関において実務を積み重ねていくべき問題のような気がしております。

関理事長 もっと早く一般的な問題としてお聞きしておくことでしたが、乙部さん、この一年間の行政の流れで、エンロン・スキャンダルという米国の企業会計不祥事です、あの直接・間接の影

響というのは、相当反映されてきたといっているのでしょうか。

乙部市場課長 あれは会計不信が非常に大きかったと思うのですけれども、「証券市場の改革促進プログラム」をまとめるに当たっても、三つの柱のうちのひとつと位置づけて、アメリカで行われている議論も踏まえながら、取り組んできております。担当は開示担当参事官ですけれども、ディスクロージャーの正確性というのでしょうか、それをチェックすべき立場の公認会計士、監査法人がきちっとワークしているのかどうか。今まで余りそういう論点はなかったと思うのです。そういう観点から、今までの公認会計士制度、監査法人制度を見直して、今回、公認会計士制度の法律改正を行っております。できてからほとんど大きな手直しをしていませんので、何十年ぶりかの大改正であったと思います。

関理事長 そのところを少しお話しいただけま

すか。御担当の羽藤参事官がどうしても国会等で忙しくて、この座談会に参加されていないものから。

乙部市場課長 幾つかの柱があるのですけれど

も、一つは、公認会計士法を改正する法律という形で結実したのですけれども、考え方としては、一つは日本の資本市場を活性化していく。このためには、何よりも市場の公正性、透明性を高め、投資家の信頼を確保しなければいけない。市場のインフラである公認会計士監査制度の充実強化をしていかなければならない。これが一番の眼目でありました。その問題意識を高めたのがエンロンを初めとする一連の会計不祥事でありました。

公認会計士法は、ずいぶん前に制定された法律で、公認会計士の使命、職責というのが法律上書

いてなかったもので、これを明確化しました。投資家の立場に立つてきちっとディスクロージャーの内容をチェックする、平たく言えばこういうことだと思います。

それから、公認会計士の独立性の強化、これは特にエンロン事件で問題視されたことですけれども、日本の監査法人はそれほどでもないと思いますが、監査証明業務とそれ以外の業務、例えばコンサルティング業務を同時提供していますと、どうしても監査証明業務の目が曇りがちであるということ、同時提供を禁止する。

それから、監査法人の中で同一の公認会計士が長い間同じ企業を見ていると、なれ合いになりがちということで、交代制を入れる、これが大きな眼目であったと思います。

それから、監査法人の業務運営の適正性をどうやってチェックするか。従来は公認会計士協会が

品質管理レビュー、仲間うちのレビューをしていたわけですが、これでは不十分ということで、その公認会計士協会のレビューをさらに行政がチェックするという仕組みを入れる。それと同時に、行政が監査法人の業務運営の適正性を監視できるための検査権限を付与された。これが大きな柱であります。

それともう一つ、構造的な要因として、日本では公認会計士の数が少ないという問題があります。アメリカでは三〇万人、日本では一万四〇〇〇人弱。数を増やそうとすると質が落ちるという議論もあるので、逆に数がいらないと、競争を通じた切磋琢磨ということも十分機能しにくい。質を落として数を増やすというわけにもいきませんので、試験制度を、幅広い人が受けられるように変えて、これを通じて結果として合格者数が増えていくことが望ましいということで、試

験制度の改革を行います。従来は三段階、五回に分けて行っていた試験を、一段階、二回の試験で合格できるようにする。こういうように変えていったわけであります。

信頼の確保というのが、市場のすそ野を広げて、日本の金融システムの中に大きく根づくには、避けて通れない問題だと思います。

市場構造を巡る諸問題の今後の検討

関理事長 大変ありがとうございました。本当におっしゃるように、以前からそれぞれ問題点が指摘されていたものが、一気に実現したという点で意味があったわけですね。

一二月の金融分科会の答申は、ワーキング・グループの報告を踏まえてできているわけですが、その中で、取引所関連とか市場間競争とか取引所

の国際的関連という分野については、今後議論するという整理になったところが多かったように思うのですが、その検討は、どの辺まで進んでいるのでしょうか。

乙部市場課長 証券会社の制度整備はかなり進んでいたわけですが、取引所の方は遅れていた。今回、まとめて取り上げたのですけれども、この一年の審議で議論が済んだテーマというのが、グローバルな観点の審議でありまして、内外取引所の資本提携の対応とか、リモート・メンバーシップとか、クロスボーダー取引、これはもう済んだわけです。残ったテーマというのが、国内における取引所制度ということ、具体的には、取引所、それから協会が運営している店頭登録市場、それとPTSですね、これらは外形的にはかなり違うのですけれども、経済的に見れば、マーケットという観点で連続性があるのです。

ただ、これが法律制度になりますと、かなり歴史的な経緯があって、ポツポツとつくってきたものですから、連続性がなくて、現在ある制度を前提に法律も書いてあるものですから、今後市場間の競争を通じて効率性を一層高めていくために、白地から考えたときに、必ずしも競争が十分行われないような制度であったり、あるいは個々の規制に合理性があるのかどうかという問題がありまされども、ここは再検討していかなければいけない。これが残されたテーマになっていまして、秋から、また審議をお願いいたしたいと思います。

関理事長 今後の問題ということですね。次に、市場課長にもう一つ伺いたいのですが、最近、新興企業向け市場、新興市場という言葉がだんだん定着してきていますけれども、御存じのように、ベンチャー企業等の資金調達を円滑にするために

証券市場がお役に立つべきという考え方があって、随分いろいろなことが行われて、新しい市場もできたし、株式会社店頭市場もいろいろな改革を行っております。しかし、实体经济の低迷というのもあると思いますけれども、新興企業の育成に、証券市場が十分機能したかについては、市場改革の目的実現ということからみると、まだ十分ではないのかなという感じもするわけです。そのあたりは、最近はどうな見方になっていらっしゃると思いますか。

乙部市場課長 鳴り物入りで始まったナスダック・ジャパンが、ああいう形で撤退していった。結局、運営コストに見合うだけの収益が得られなかったということだと思うのですね。ただ、これは日本だけの現象かという点、そうでもなくて、ヨーロッパでも同じです。これはやはり背景として、経済が低迷しているということがあると思う

のです。私たちとしては、制度的な要因で何か支障になっていたのであれば、直していかなければならないと思いますけれども、なかなかこういうのが支障であるから直してくれというような要望もございませんで、経済的要因が大きいのかなと思っております。

先ほどの市場のあり方とも関係するのですけれども、協会が店頭市場を運営していたのは、取引所市場に上場される前の段階で中小企業等を取り上げようというもので、これはいわば今風に言えば新興市場だったわけですね。ところが、今や取引所が新興市場部を持つようになっていくという状況では、店頭市場というものが制度的に特異な位置づけである必要があるのかという問題意識はあるわけです。

実態としては、店頭市場も取引所の新興市場部も、皆競争しているわけです。行政としては、競

争を通じて新しい企業がどんどん発掘されて伸びていってもらえたいと思っております。

関理事長 特に市場運営をビジネスの対象にするということにかじを切りましたからね。株式会社で、それ自体が営利目的になるという世界になってくると、新興企業のための市場運営ということでは難しいところがあります。一方、市場の価格形成という面でいくと、どんどん集中した方がいいという議論もあるでしょうし、七月以降の審議は難しい問題に直面しているという気がいたします。

乙部市場課長 一つに取引所が集中されていないくても、重複上場を通じて、情報が完全に公開されていけば、マーケットは連続していると思います。効率性を考えると、決済の部分については共通のインフラがあった方がいいかとは思いますが、市場間の競争を通じてコストダウンを図り、効率

性を高めるという観点から、一つであるよりは、二つ以上あった方がいいのかなとは素朴には思います。ただ、これは行政がイニシアティブをとってどうこうする性格の問題ではないと思います。

関理事長 それはおっしゃるとおりですね。東証への集中だけが進む、セントラル・マーケットという位置づけですがその傾向はどうしても出てくるとは思います。やはり一つだけに集中してしまうことはどうか、これは、我が国の市場構造の問題をどうするかという課題になると思いますが、七月以降の審議に期待するということでしょうか。

引値保証取引の適正化

関理事長 段々時間がなくなってきましたが、ここで話題を変えて、市場監視やコンプライアンス

体制等についてお願いいたします。まず、乙部課長、今年の三月に「株式市場の適正な運営の確保」という文書が金融庁から出ていますが、これが出された背景とか、引値保証取引の適正化の問題等について触れていただけませんか。

また、ネットの取引が非常に急増しているわけですが、それが市場にどのような影響を与えるか、どのようにモニターしていくべきか。これは、個々の証券会社の問題であると同時に、監督当局の問題でもあると思います。金井課長のお話もありましたが、さらに、自己売買に相当特化する証券会社も出てきているということも含めてお話をいただけますでしょうか。

乙部市場課長 三月のペーパーですけれども、イラク戦争が始まる前から内外の市場が大変ナーバスになっていたものですから、そういうナーバスな中で、投資家が不測の損害を受けないようにと

いう観点から、市場がなるべく適正な運営をできるようにしようという対策を取りまとめたもので、そういう意味で、一番上に厳格な市場監視というのが来ております。風説の流布、相場操縦、これをきちつと取り締まる、これが一番心配されていたわけで、三月末をにらんだ株価対策ではなかったわけです。

その中に盛り込まれた引値保証取引ですけれども、これは少し前に、ある大手証券会社がこの引値保証取引を利用いたしまして、相場操縦的な行為を行ったということで、監視委員会から処分勧告を受けました。これはその証券会社が悪いことをしたわけですが、それを生み出す素地として、引値保証取引、機関投資家と証券会社の間でその日の引けたときの値段でまとまった株を売り買いするという契約を結ぶ取引ですけれども、取引の注文を受けた証券会社が当然事前ヘッジし

ておかなければいけないわけです。このヘッジをするに当たって、ある意味で引けにかけて相場を売り崩していく、あるいは買い上がっていけば、当然自己に利益が生ずるわけですから、こういう取引は、どうしても放置しておきますと不正が行われる恐れがあります。個別の会社を処分するだけではマーケットの適正な運営は確保できないわけですから、証券業協会、証券取引所、これらの関係者に取引の公正さを確保するためのルールの作成を要請したわけです。

具体的には三段階に分かれていまして、まず発注者。引値保証取引を発注する側ですけれども、投資信託委託業者、信託銀行が発注しているわけですが、なぜそんなリスクのある、自分が損をしかねない取引を発注するのか。ニーズがあるわけなのですけれども、真に必要な場合に限りて発注しなければいけないわけですね。機関投資

家の背後には真の投資家がいるわけですが、機関投資家は背後にいる投資家に対して受託者責任を負っているわけですから、その受託者責任の一環として、発注する側もきちつと注意しなければいけない。

そういう観点から、発注するに当たっての手続とか基準を明確化する。それから、どの証券会社に発注するか、それについての考え方をきちつと明確化してもらう。それから、発注するに当たっては適切な指示をする。単に注文を出してポケッとしてはいけません。それから、注文を受けた証券会社が行うヘッジ取引をきちつとモニタリングしてもらう。それから、大事なことなのですけれども、証券会社を選ぶときに、単に売買委託手数料が安いところに発注していくのではなくて、結果的にマーケット・インパクト・コスト、どういう価格で取引が成立したか、ここもきちつと勘

案して証券会社を選んでもらわなければいけない。それだけ注意を払っていただく必要があるということ、そういう社内ルールの整備を要請したわけです。

そういう引値保証取引を受託する証券会社の方ですけれども、これも受託に当たっては、顧客に對して、自分が行うヘッジ取引の基本的な考え方を説明するようにする。ヘッジ取引を執行するに当たって、個別銘柄の流動性を考慮した執行を行うとか、大引け前の取引を行う場合、どういうところに注意しなければいけないとか、ヘッジ取引とほかの取引とを区別して、特別の勘定で管理してもらおうというような社内ルールを整備してください、こういう要請をいたしました。

それから取引所、これは当然相場操縦とか不正取引を監視しているわけですが、ある証券会社が事前ヘッジをどれだけの数量でやったか

とか、立ち会い終了時刻が接近しているときにどれだけヘッジをしたとか、あるいは買い上がったのか、売り下がっているか、あるいは価格を買い支えたのか、引値にどれだけ関与したのか、こういう観点から、どこを注意して見るかという具体的なガイドラインをつくって公表してもらおう。

こういうような三者にルールをつくってもらうことによって、引値保証取引が市場の運営を乱さないようにする。こういうことからルール・メイキングをしたわけです。これが二点目です。

三点目が、証券会社の自己売買に関するリスク管理であります。従来、証券会社は、顧客の取引をつなぐ、媒介が主であって、自己売買、デयरリングというのはその補完であるという位置づけだったのですけれども、規制緩和が進む中で、補完的な位置づけという規制を外しまして、自由にやっていたくようになりました。それがひいて

は市場の厚みを増すということになっていたわけですが、そういう規制緩和の流れの中で、自己売買業務が非常にウエートの高い証券会社も多くなってきた。その取引については、本来きちつと各社でリスク管理をやってもらっていると思います。

そのような証券会社の中には、一日の中ではポジションをとるのですが、一日が終わるところで反対売買をしてポジションを解消してしまうところがあります。そうしますと、今の自己資本比率規制では、日中どれだけポジションをとっても、それが規制上は効いてこないという計算になる。平時であれば問題はないのですけれども、三月末のように非常に市場がナーバスな中では、何かあったときに反対売買ができなくなる。あるいは反対売買したときに、非常に高いリスクを抱えてしまうという状況があったわけですから、そうい

う中で、その証券会社の財務の健全性という観点からは、日中の各時点のリスク管理もきちつと行っていた必要があるのではないか。そういう観点から、日中の自己売買のポジション限度額をきちつと設定してもらおうというリスク管理ルールの導入をすることとしました。

関理事長 いわゆるネット証券についてはどうでしょう。

乙部市場課長 ネットは、投資家のすそ野を広げるといふ観点から、大変便利ですね。サラリーマンが夜、家に帰って、端末をたたいて注文を出すことができる。サラリーマンが日中会社に行つて、証券会社に電話するということはなかなかできませんから、サラリーマンにとつては非常に便利なものです。それから、手数料が大変安い、コストがかからないという面もありますし、しつこく勧誘を受けないで、自分で考えてできる。大変

ニーズに合ったもので、非常に広がっている。これはこれでいいことだと思います。

他方で、対面でないということから、証券会社が注文を受けるに当たって、不公正な取引であれば注文を受け付けないというルールがあるのですけれども、それがきちっと守られているのかどうか。対面であれば当然チェックできることが、ネットを通じてやっていてきちっとできているのか。そういう問題意識はあるものですから、今年になって、集中的な検査も行っていただいています。

行政処分の考え方

関理事長 ありがとうございます。次に、金井課長にお願いしますが、証券会社の監督において、一番大きなテーマであると思いますが、仲介

業者の信頼を確保し、向上させなければならぬ。これは市場改革の理念の一つにフェア原則というのがあって、それを徹底しようという取組みが続いてきたと思います。だから、金融庁も一方において自由化行政、積極的に規制緩和を進めるということと同時に、信頼性向上のために適正な営業姿勢を徹底しろとか、法令遵守体制、コンプライアンスの体制をきちんと確立しなさいとか、そういうところに相当重点をかけてきています。一方、個別の証券会社をめぐるルール違反事例が証券取引等監視委員会からの勧告という形で表へ出てきます。これはアメリカ等でもそのような法令違反事例は常にあるわけだが、そういう状況を見ておられて、また具体的な処分を決めるお立場から、まだまだこういうところに注意を払うべきである、もっとしっかりやってほしいというようなお気持ちがありますか。

金井証券課長 このポストの前に、証券取引等監

視委員会の市場分析審査室長をやっております。それで、そのときの印象というのは、やはりこの業界というのは、世の中でいわれているよりもずっときちんとしている。ですから、そのところがいかに世の中にならなくてもいいところとが課題で、やはり昔の印象というのがあったのでしようね。

それで、コンプライアンスの話なのですが、証券課というのは、実は処分というのをする課で、処分の窓から見たコンプライアンスということを幾つかお話をしたいのですが、四つほどあるのですけれども、処分をするに当たって一番重要なことは何かというと、公平性だと思うのです。それを我々、今年するに当たっては、先ほども申し上げたのですけれども、金融庁発足以来のすべての処分事例をマトリックスに整理し

て、過去の例から見ても完璧に説明できるところまで考えた上で処分をするようにしました。

ですから、先ほどと重複しますが、例えば、営業停止についても、それは何足す何掛ける幾つで、何日になりますというところまで説明できるようにし、実際に説明をしています。

次に、処分はしてしまえば過去のことになるのですけれども、実は一番重要でもっと強調されなければいけないのは、処分の際に証券法令の解釈が示されているのです。例えば、今年の事案でも作法的相場形成というのに、発注をただけで約定をしなくても作法的相場形成になる、こういう判断がされています。これは判例法ですから、重要なのは、そういう判断をすべての市場参加者にわかってもらうことです。今回、既にやったのですけれども、まずそういう判例は証券業協会を通じてすべて連絡をするようにしました。それだけ

では足りないと思うので、近々金融庁のインターネットに、証券行政判断百選みたいなコーナーを設けて、それをすべて開示します。やはりきちんと我々が説明し、全員で理解していなければいけない。周知と透明性です。これが二番目の話です。

三番目の話は、処分というのは未来に向かって生かされなければ意味がない。それで、今年の中で一番大きな処分というのは、三月にした、引値保証契約に基づく作為的相場の大きな処分があったのですけれども、このときには、同時に引値保証取引というのに問題の根があるということで、金融庁としても、引値保証取引についてルールをつくることにしました。これは証券業協会、それから投信協会、取引所、それぞれにルールをつくっていただいたのですけれども、大きな処分があったら、その原因まで追求していつて、そこか

らそういうことが起きないように新しいルールをつくる、これが重要だと思えます。

つまり処分ということを未来に向かってのルール整備に生かそうということです。

四番目は、処分というのは、証券会社の側と我々の方で一緒に進んでいかなければいけないところがあります。その典型的なケースで、本人確認法というのが新しく一月にできました。その中に、一回目に本人確認は、その取引を始めるときにするのですけれども、二回目に、本人になりすましている疑いがあるときには、本人の確認をしなればいけないというルールがあるのです。それについての初めての処分を四月にやりました。そのときは是正命令を出したのですけれども、このとき明快に、「今度やったらアウトです。でもこれは一月にできたルールで、初めてのケースであるから是正命令なのです」という説明をしてお

ります。新しいルールを導入していく過程で処分ということはあるのですけれども、それを活用して業界全体にルールを徹底していくということも必要である。そんなことを考えながらやっていますが、やはり行政に生かすという観点からやっていくということが重要だと思っています。

関理事長 大変興味深いお話で御苦労のほども分かるような気がします。

最初にも話題になりましたように、証券市場ではきちんと規制すべきところは規制しておくということであり、そこでルールを明確にして透明性を図っていくことが重要だと思いますので、お話のような対応は非常に結構なことだと思います。

ただ、私自身は、内部で縦横に事案をマトリックス的に整理して処分内容を決めるということと関連しては、その検討の内容を外部に詳しく説明しているということは、知りませんでした。私

は、監視委員会の勧告も、それからそれを受けての処分も、もちろんホームページで公表されるのですが、中身の説明は、例えばSECとかNASDの処分内容の発表に比べると、少し簡潔過ぎないかという印象を持っていたので、お話のような努力を積み上げていって、判例法的にそれが生きるようにするということは、今まで余り強調されていなかったところですので、ぜひ進めていただきたいと思います。

金井証券課長 六月五日に始めたばかりですから。

関理事長 本当に結構なことだと思います。

ただ、今のお話の中で、業界が思ったよりきちんとやっているという評価は大変うれしい評価です。普通は、お立場上「まだまだ問題多いですよ」とおっしゃる方が多いわけですが……

金井証券課長 もう一つ、ぜひ申し上げておきたいのは、今の監視委員会というのは、一〇年以上

たつて本当に実力がついていて、およそ不公正な取引をすべて復元して分析することができるのです。さらに金融庁の中で最も外の人をたくさん採用しているので、証券会社から来られている人もたくさんいますし、会計士の方もいらつしやるし、恐ろしいほど実力がありますから、その点はずいぶんお気をつけください。

松尾企画官 私は今、監視委員会の市場分析審査室長という仕事を兼務しておりますが、確かに、金井課長が業界を評価していたのは、恐らく証券会社各社のコンプライアンスがかなり協力的であるという面をとらえているかなと思います。

関理事長 金井課長のお話で、せっかくホームページで行政判断を示しても、経営者が全然知らなかったという話がありました。最近の監視委員

会の勧告をみると、個人の行為と会社の行為というのを分けて勧告することは当然ですが、個人の違反も余り積み重なると、これはむしろ監督不十分であると評価して、会社の方を処分する、こういうようになってきております。経営者に対し、コンプライアンスについて十分責任を持つ体制にすることが必要ということを強調していると思うのですけれども。

金井証券課長 その典型的なケースが先日あったのですけれども、これはある会社で、法人の担当部門の管理職が、二人別々にインサイダー取引をしたという事件がありました。証券課の観点から見れば、法人の部門の管理職がインサイダー、これはあつてはならないことです。

このようなインサイダーが起きるということは、会社の法令遵守体制に問題があると結論せざるを得ないということで処分をしました。会社側

も幹部全員がそれについては厳粛に受けとめてもらって、既にいろいろな研修をしてもらっています。コンプライアンスというのは、社長の責任であり、それは絶対にやらなければいけないことであるということは認識をしていただけだと思います。

関理事長 私はあのケースには本当にびっくりしております。こんな基本的な違反が今どき起きるのかと思いましたが、監視委員会は個人だけ勧告したのに、行政の方が会社処分を行ったということとは気がつきませんでした。それは初めてのケースですか。

金井証券課長 一回あったと思いますが、実質的なケースとしては初めてだと思います。

関理事長 それには、先ほどの金融庁の考え方ははっきり反映しているわけですね。

金井証券課長 もう一言申し上げれば、個々の処

分を判例法として活用していくことには難しさもあります。処分というのは、個社の問題なので、我々としては、終わった後は個社名が分かっているような説明をしたくないというところがあります。ですから、消化し材料として説明することが必要になります。

関理事長 それはおっしゃるように、少し悩みがあるところですね。

金井証券課長 そうなのですね。やはり終わったことは、そこで終わったことにするというところもありますからね。

関理事長 私も協会時代に何度も経験したことで、すから、そこはよく分かります。金井課長、先ほど市場課長の御説明もありましたが、最近のネット証券の活躍ぶりと、さっきの本人確認の話がありましたけれども、その課題について触れていただけませんか。

金井証券課長

ネット証券を純粋に監督的な立場

から見ると、ネットという営業形態であるがゆえに、コンプライアンスできること、できないことというのが、対面の証券会社と違うという問題がありまして、ネットだからできることというのは、例えば携帯電話番号であるとか、住所であるとか、それを照合することは一瞬でできるわけです。

ところが、怪しい取引を入り口でシャットアウトするということは、対面だったら、受けた営業の方が「それはだめです」ということができるのですけれども、ネットはその入り口で切ることができないのです。そこに問題があるということとは、ネット証券のすべてのコンプライアンスの方と同じ認識です。それから、我々もそうだし、証券取引等監視委員会の経験を積まれた審査官の方も同じことを考えています。

したがって、全く問題を共有していて、ネット証券会社もそれについてはきちんと取り組みなければいけないということを考えていまして、たつた今やっていて、まだでき上がっていないのですけれども、入り口で切るための新しいプログラムであるとか、相場をいじくったことをプログラムによって抽出するとか、そのネットの優位性を使うことを今考えています。ガイドラインとして導入される方向でやっていますので、これが原稿になるとときには多分でき上がっていると思います*。

* 平成一五年七月一日付けでパブリック・コメントに付されています。

ですから、まとめていうと、コンプライアンスの得手不得手があるということを、ネット証券を含めた市場参加者が全員自覚をしていて、不得手があったら、得手の方でそれを補おうという取組

みを今やっている最中です。

関理事長 ビジネス・モデルとしてのネット型証券会社が非常にシェアを伸ばしていることについては、何かコメントありますか。

金井証券課長 そのところは、ビッグバンの世界で、それぞれの証券会社がそれぞれの証券会社のコア・コンペテンスでやってほしいというのが、いわば金融庁の考えで、それに尽きると思うのです。

関理事長 どうもありがとうございました。時間も超過してしまいましたが、皆様から率直に話していただいて、大変有益な座談会になったと思います。皆様それぞれに多様な仕事を積極的に進められていること、それだけに、普段の御苦労が思い知られるという感じでしたけれども、重ねてありがとうございます。(了)

〈参考資料〉

- | | | |
|-----|---|-----|
| (1) | 「経済財政運営と構造改革に関する基本方針二〇〇二」(金融庁関連部分) について | 102 |
| (2) | 証券市場の改革促進プログラム(概要) | 104 |
| (3) | 証券市場の改革促進 金融審議会第一部会報告 | 106 |
| (4) | 金融システムと行政の将来ビジョン(サマリー) | 122 |
| (5) | 株式市場の適正な運営の確保について | 126 |
| (6) | 平成一五年度証券税制改正の概要 | |
| | ・株式譲渡益課税の見直し | 128 |
| | ・配当課税の見直し | 129 |
| | ・公募株式投資信託課税の見直し | 130 |
| (7) | 少子・高齢社会における税制のあり方(抜粋) | 131 |
| (8) | 一四事務年度における証券課関係の主な出来事 | 135 |