座談会

金融庁の取り組み

（発言順、官職は座談会当時）

〔出席者〕

金融庁　総務企画局市場課長　大森泰人
〃　監督局証券課長　後藤真一
（現　証券取引等監視委員会事務局特別調査課長）
〃　総務企画局調査室長兼法務室長　三井秀範
（現　信用制度参事官）
〃　総務企画局政策課企画官　中村信行
公認会計士・監査審査会　総務試験室長　山崎晃義
（座談会当時　市場課企画官を兼任）
金融庁　総務企画局国際課企画官　松尾直彦
司会　日本証券経済研究所理事長　関要

〔今回の座談会は、平成一六年六月一八日と六月二四日の二回に分け、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、参加者の皆様に八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―証券行政の展開　3
市場改革ビジョンとその具体化　13
証券教育の重要性とディスクロージャー制度の合理化　24
証券税制の見直しと金融課税の一体化　32
投資家の信頼確保と課徴金制度の創設　36
証券決済制度の改革―株式のペーパーレス化の現実　42
証券仲介業の導入と金融機関への開放　48
適正な投資勧誘の実現と証券会社のアナリスト問題　56
最近のＩＯＳＣＯの動き　60
証券税制の今後の課題　66
投資信託等の資産運用サービスを巡る諸問題　71
監査制度の強化と会計基準を巡る諸問題　90

参考資料集

※　参考資料については、紙幅の制約により、一部割愛させて頂き、資料のタイトルとＵＲＬのみを表示してあります。

はじめに――証券行政の展開

関理事長　今日はお集まりいただき大変ありがとうございます。

　昨年に続きまして、今年も、金融庁の証券関係行政を担当されている課長、室長、企画官の皆様と座談会をさせていただくことになりました。金融庁の方でも、このところ施策の説明や広報活動を大変熱心にやっておられますが、証券界等の市場関係者の方々にとって、証券行政の責任者の皆様がどういう考え方を持って具体的な問題に取り組んでおられるか、また、証券市場に関する主要な行政がどのように展開しているかについて体系的に話を聞けることは、非常に有益なことかと思います。また、後々読み返すことができるように、活字にしておくことも意義のあることだと思っております。

　それでは、まず最初に、御出席の皆様から順番に、約一年間の行政の取組み状況を振り返って、担当分野の行政展開を総括的に説明していただければと思います。読む方の参考のためですけれども、どんなお仕事を担当されているかについても簡単にお話いただければと思いますし、また、お話の中で、これまで行政が積み重ねてきたことや、どういう課題が残っていて、今後こういうように展開していきたいというところにも触れていただければと思います。冒頭の発言ということで、どうぞよろしくお願いいたします。大森課長からどうぞ。

大森市場課長　市場課長の大森でございます。

　現在は、証券市場の制度の企画立案と証券取引所の監督が主な業務でございます。一〇年ぐらい前から市場にかかわる仕事をさせていただいてお

大森市場課長

りまして、関理事長が証券業協会にいらした時代から、証券行政の世界から途中離れたり、また戻ってきたりを繰り返して現在に至っております。

この一年ということであれば、平成一〇年のビッグバン改革以降の証券市場の現状を踏まえて、現時点で制度的に何が必要かという議論を昨年末まで金融審議会で行いまして、その結果、例えば、銀行による証券仲介業を解禁するとか市場監視機能を強化する、あるいは取引所の取引所原則というものを見直して、市場間競争の環境整備をしていく、そういった証券取引法の改正案を提出して、去る六月二日に成立いたしました（資料1参照）。

有価証券が限定列挙の形になっておりますから、今後、新たな投資サービスに機動的に対応しにくいという問題がございますので、証取法を投資サービス法に改組するといったことを視野に入れているのですけれども、現時点で最も大きな社会問題になっている外国為替証拠金取引、外為自由化の一つの副産物として出てきているわけですが、これをいかに健全に発展させていくかという観点からの必要な規制の議論を金融審議会でお願いしておりまして、恐らく活字になるころには一定の結論が出て、またその法改正の作業をしているということではないかと思います（資料2参

照)。

取引所の監督といった面では、これは淡々とやるべきことをやっていくということに尽きるのですけれども、どちらかといえば、これまで証券取引所と行政というのは二人三脚といいますか、仲間内のような感覚でやっていたところがあると思いますけれども、やはり取引所も国際的な市場間競争の中で株式会社化し、その株式を上場する、という流れにある中で、公共的な側面と利益を追求する経営体としての側面を両立させるというのはなかなか難しくなってきております。行政の方も、そういった環境変化に対応して、より透明度の高い形で取引所とつき合っていく必要があるのだろうと思っております。そういった考え方に沿って、証券取引所に対する行政処分などを行っているころです。

関理事長　市場課長の御担当は大変範囲が広いので、これから各論的に触れていただきますが、次に、証券会社等の業者監督を直接担当している監督局の後藤課長からお願いいします。

後藤証券課長　証券課長の後藤でございます。

私は、昨年の夏に現在の監督局証券課長となりましたが、それまでは、銀行の不良債権問題を担当しており、日本の金融システムがなぜこのような大きな問題を抱えるに至ったのかを日々考える立場にありました。その際、間接金融に余りにも依存していたため、銀行等がいろいろなリスクを背負い込んでしまう片肺飛行のようなシステムであったというところに構造的な問題があったと痛感しました。

そして、直接金融また市場型間接金融ともいわれている部分が全体の金融システムの中で適切に位置付けられ、健全な全体像を求めていくことが極めて重要だと意識しておりました。

後藤証券課長

そうした問題意識を持って、昨年の着任以降、実際に証券会社で経営に当たっている方々がどのような現状認識を持って日々の業務に取り組んでおられるのか、どのような経営理念や将来ビジョンを描いておられるのかを、できるだけ直接お伺いするため、兜町界隈を毎日のように回りました。それを踏まえての実感になりますが、経営者の方々の間には、バブルのときの営業姿勢はまずかった、漸く株価が再び上がってきて経営環境は大分良くなってきているが、決して逆戻りしてはいけないという意識が相当定着しているように感じました。

ただ、そういう問題認識をいかに会社の営業に生かして、いかに具体的な対応に反映させていくのかといった面になると、まだまだ会社によってかなりばらつきがあるようです。例えば、実際に、いわゆる回転売買的な旧来の営業姿勢から脱し、顧客本位・投資家本位のニーズにきめ細かく対応できる資産運用サービスに変えていくには、個々の営業員の意識改革等、引き続き、相当な努力と時間が必要ではないかという感触を持ちました。

とはいうものの、制度的な面からしますと、金融ビッグバン以後の累次にわたる制度改正によって、かなりの道具立てがそろってきています。今後は、それを十分に活用して、今申し上げました

ような金融システム全体としての健全性が確保できれば、改革の成果が得られる局面を早く迎えられればと期待しています。

各業者の監督という点では、まず財務面から本年三月期の決算状況を見ますと、三期ぶりに全国証券会社ベースでも利益が上がっており、明らかに好転はしています。しかし、相変わらず株式の委託手数料の増加に依存している収益構造を見ますと、今後、個人投資家が資産運用として行う中長期的な投資のニーズをも満たしていけるような形でサービスを提供できるようになり、収益構造もより堅実、強靭なものに改善していくことが重要です。ここ数年の苦しい時期のリストラ努力を忘れないで、さらに新しい手だてを講じていっていただきたいと思っています。

次に、業界自体が非常に多様化してきていることを実感いたします。証券業界としても、ネット業者が参加してきたということが極めて大きな変革をもたらし、非対面のサービス提供による新しいビジネスモデルが定着をしつつあるということは好ましい動きだと思いますが、それに伴う問題もいろいろと出てきているということから、監督の立場からしましても、そういった業界の多様化に即応したきめ細かな対応が必要であり、その一つとして、ネット業者に対する新しいガイドラインを昨年九月に策定したところです（資料3、資料11―①参照）。

それから、証券会社の兼業業務が数年前に解禁されたことにより、各々の証券業者の業務自体も多様化しつつあります。最近、目につきますのは、かかる兼業の分野において、本人確認義務を怠る取引の問題でありますとか、外国為替証拠金などのマネーロンダリング関係の問題が起きていることです。監督当局として、そうした多様化す

三井調査室長兼法務室長

る業務内容についても、リスク管理その他の面からみて適正に行われているかどうかについてきちんと見ていく必要があると実感しております。

関理事長　ありがとうございました。それでは、新しい法規制の導入等を担当された三井室長の方から、総論的なお話をお願いいたします。

三井調査室長　金融企画局企画課の調査室長兼法務室長の三井でございます。

調査室と法務室は、市場課長と証券課長からお話がありましたような市場行政、証券行政を正面から取り上げている部門を背後から支える、いわば縁の下の部分を担っております。本来は内外の制度調査とか経済調査を担当しているのが調査室であり、法務関係を担当しているのが法務室です。

昨年からは、それに加えまして、証券市場の構造改革あるいは証券市場の公正性、透明性を高めるという観点から、市場の監視機能強化のための施策を幾つか分担させていただいております。

そのうちの一つが、課徴金制度の導入でありますし、それと関連して、今回は改正法には盛り込んでおりませんが、インジャンクション、差し止め命令制度の検討であるとか、あるいは、証券市場の取引において被害を受けた投資家が、その被害について業者から賠償金を受けやすくするために民事責任に関する特例規定をどうするか、そう

いう問題を担当させていただきました。

これらの問題は、見方を変えると、日本の今までの行政制度の仕組みの中に、アメリカでは有効に機能しているといわれている制度の一部が日本にはなかったという事項でありまして、それらについて整備して今までの枠組みに加えるべきであるという問題ともいえるかもしれません。

今回の証券取引法改正の中に、課徴金制度と民事責任の特例規定を盛り込ませていただくことができまして、これからの半年から一年は、その施行に向けてさまざまな準備をしていくつもりでおります（資料1参照）。

中村政策課企画官

関理事長　次に、税制等を担当されている政策課の中村企画官にお願いいたします。

中村政策課企画官　私は、政策課で企画官をしております中村です。主たる業務は大きく三つあり、その一つとして税制を担当しておりまして、それが一番大きな仕事ということです。

御承知のように、平成一五年末に行われた税制改正作業が一番大きな作業でして、これも年末に向けて大体今から一年前ぐらいからですか、いろいろな議論を積み上げていきまして、各業態の方々からもお話を伺っていって、金融庁としての案をつくり、税制は政治プロセスで決まっていきますので、一一月の半ば以降ぐらいからは役所と政治と各業態の方々と活発に議論を行い、力を合

わせて好ましい税制改正を実現していくということになります。

昨年、私は初めてこのポストに来まして、金融庁の税制改正要望の作業を担当しましたけれども、経済社会全体として非常にダイナミックに動いている時期であるということ、それから理論と実務とが複雑にまざり合っているので、物すごく幅広くいろんな視点から考えていかないといけないという仕事で、非常におもしろく勉強にもなり、同時に非常に気を使うことも多かったという印象です。

いずれにしても、証券関係の税制は大きく動いていますし、総じて非常に望ましい方向であるといっていい動きだと思いますから、その流れを絶やさないようにするため、次にどういう課題に取り組むかということを今考えております。

関理事長　次に、投資信託制度や証券決済制度の改革を担当されてきた山崎企画官にお願いいたします。

山崎市場課企画官　この座談会に参加させていただくのも三年目ということになります。この間、さまざまな証券市場の改革プログラムもやってきましたが、私自身、この三年間を振り返ってみて一貫して取り組んできたことは証券市場のインフラ整備ということになるかと思います。

担当している部分としては、証券、投資信託、投資顧問関係の制度の企画立案、またそれに伴います政省令の整備、証券決済システムの改革に関する法制整備が中心になるかと思います。

特に今年は、我が国証券決済システム改革におきます統一的な証券決済法制の整備の最終仕上げということで、株式のペーパーレス化法案が成立いたしまして、いよいよ証券決済システム改革も現実化、本格化を迎えていくという段階までこぎ

つけたということがいえるのではないかと思っております（資料４参照）。

また、証券関係、投資信託関係、投資顧問関係の制度の企画立案に関しましても、証券決済システム改革に資するような改正を行っております。やや地味な分野ですので、余り注目されていないのですが、例えば、この事務年度においては、平均単価制度による取引報告書を導入したり、一括注文を導入したりとか、今後のＳＴＰ化に資するような改正、なるべく実務の方に役立つような改正ができたと思っております。

山崎市場課企画官

そのほかの政省令整備につきましては、この事務年度は、特に前半においては、昨年成立した証取法改正の関係の整備、具体的には証券仲介業とか、ラップ口座の導入といった制度の細部を詰める政省令の策定に費やしたといえるかと思います。本年四月から円滑に新制度がスタートできたということでやや安堵しているところもあるのですが、マーケットの改善には終わりがないので、今後も引き続きマーケットの声を聞いていきたいと思っているところです。

証券市場のインフラ整備という点では、証券市場の基盤となる企業の財務情報が適切に開示されること、また信頼性を保障するような監査制度が大変重要になっておりますが、この四月から公認会計士・監査審査会という組織が発足いたしまし

た。この審査会は、昨年の公認会計士法の改正を受けて、これまでの公認会計士審査会を改組、拡充したものなのですが、従前の公認会計士に対する処分とか公認会計士試験の実施に加えて、公認会計士協会が行っております品質管理レビューをモニタリングして、監査の社会的な信頼性を維持、確保するということを目的に設置された審査会でございます（資料5参照）。私は、現在、こちらの方の事務局も兼任させていただいているところでございます。

関理事長　ありがとうございました。最後になりましたが、国際関係を担当されている松尾企画官お願いいたします。

松尾国際課企画官　私は、昨年に引き続きましてこの座談会に出席させていただいております。私の仕事は、総務企画局国際課の企画官、証券担当といたしまして、証券市場にかかわる国際的な動きに対応して、日本の意見を発信してできる限り国際的な動きの中にそれを反映させるとともに、国際的な動きを踏まえて日本としても適切なものであれば、それを参考にして国内の制度整備を考えていくということであると基本的に考えております。

昨年の座談会で取り上げられたのは、二〇〇一年一二月の米国のエンロン社の破綻に端を発し、米国企業会計改革法の制定に伴う様々なグローバルな課題が出てきて、それに対して対応するとともに、日本の制度整備も進められていたという状況であったと思います。

具体的な課題としては、コーポレート・ガバナンス改革とか、監査人の監督の強化と独立性の強化、ディスクロージャーの強化、証券アナリストへの規制の強化、信用格付機関の問題であり、国際的な機関であるＩＯＳＣＯ（証券監督者国際機

構）の検討に積極的に参画するとともに、米国等と対話することを通じて日本の意見を発信するとともに、日本においても、例えば公認会計士法の改正において国際的な整合性のある制度にする等の進展があったところです。

この一年間については、国際的にはそうしたエンロン事件に派生する課題に引き続き取り組むとともに、特にＥＵ（欧州連合）において、二〇〇五年における金融市場の統合という目標に向かい最終段階に入っているという状況があります。さらに、欧州でも、エンロン事件に類似するような企業不祥事、昨年一二月にイタリアの大手食品会社パルマラット社の事件があり、改めて監査人の監督の問題でありますとか、信用格付機関の問題が提起されることになりました。

松尾国際課企画官

これらに関連して、会計と監査の問題が非常に大きな問題になっております。会計制度では会計基準の問題、監査制度では監査人の監督と監査基準の問題が大きな動きになっておりまして、これに対しても、日本として積極的に国際的な議論に参画をして日本の意見を反映させるということが非常に重要であると感じております。

市場改革ビジョンとその具体化

関理事長　ありがとうございました。

　ただ今、皆様に総論的に一年間を振り返っていただきましたが、金融庁全体として長く「市場改革」というテーマで取り組んでこられたわけです。この市場改革は、平成八年の橋本総理が打ち出された日本版ビッグバンから始まり、一連の行政の取組みがありますが、近くでは、平成一四年八月に「証券市場の改革促進プログラム」が公表されて、ほぼ前後して、蝋山先生がまとめられた「中期的に展開したわが国金融システムの将来ビジョン」も示されています。制度改正の具体的提言としては、金融審議会の報告書として、一四年一二月に「証券市場の改革促進」が出され、さらに、一年たった一五年一二月には「市場機能を中核とする金融システムに向けて」という今回の法律改正内容のまとめが行われるというように、展開してきました。その途中では、「産業金融強化策」という観点も強調されております。こうした一連の政策目的が具体的な行政の隅々まで展開されてきたと思うのですけれども、そのあたりを少し説明していただければと思いますが、大森課長よろしくお願いします。

大森市場課長　ビジョンから申しますと、平成一二年一二月に柳沢大臣が再び金融行政の責任者として、カムバックされ、一三年の春には小泉内閣が発足して、とりわけ痛みに耐えろという話が真正面からいわれるようになる中で、「構造改革なくして成長なし」とか、「最大の構造改革は銀行の不良債権問題だ」という、なかなか定量的に検証しにくいスローガンが叫ばれるようになりました。その頃から、柳沢大臣には、痛みを乗り越えた後にどういう金融システムが展望できるのか、それを有識者間で忌憚なく議論して、金融システムの将来ビジョンをつくりたいという気持ちが大変強くございました。私は、当時、その事務局的

なことをやっていたのですけれども、平成一三年一〇月から翌年の七月まで、最初は柳沢大臣の私的な勉強会という形で議論され、さらに金融審議会で集約したのが、今理事長のおっしゃった中期ビジョンです。

当時、蝋山先生を座長にお願いしたのは、そこから五年さかのぼって日本版ビッグバンというものをもう一度今の目でみてみようということであり、もちろん現象的には銀行の不良債権問題が目の前にあるわけで、当初は、それをどう克服していくかということが議論の中心としてあったわけですけれども、視点を変えれば、余りに銀行に依存した金融システムでは、実体経済のリスクがすべて銀行に集中してしまうわけで、システムとして極めて脆弱ではないか。銀行が貸出先企業の信用リスクを評価して金を貸すという行為は、これからも重要ですけれども、一度貸したら完済するまで抱え込むという銀行のビジネスモデルが続き、それがマネーフローのかなりの量を占め続けるのであれば、実体経済の変動によって不良債権問題の循環は不可避である。やはり銀行が貸出しを行っても、速やかにその債権を切り離して、あるいは証券化して、薄く広く国民にリスクをシェアしてもらうようにしたい。もとより、企業の株式、社債という形での資金調達に投資していただく、あるいは投資信託という形で投資をしていただいても構わないわけで、このように市場経由のマネーの流れを太くしていかなければ、リスクに強靭な金融システムにならないではないかというのが、このビジョンの基本的なメッセージであったと思います。

そのために、銀行、証券、保険という業態の役割分担というものが基本的にあるわけですけれども、提供する金融商品の種類による役割分担から

関理事長

機能による役割分担に移行していく必要があるのではないかということもこのビジョンの大きなメッセージでした。

そうした大きな方向感を踏まえ、実務的に市場行政としてどういう施策が必要であるのかということをまとめてみたのが、一四年八月の「証券市場改革促進プログラム」であり、そのプログラムに沿って昨年、今年と金融審議会での議論を踏まえて所要の法改正を実施してきたということだと思います。プログラムに入っていないことも、銀行の証券仲介業務のような形で含まれてきているわけですけれども、基本的な考え方は、そのビジョンが示した考え方の延長線上において、今の市場行政が展開しているというのが私の認識でございます。

関理事長　松尾企画官、今の問題なのですけれども、最初の日本版ビッグバンの基本認識は、国際的にみて市場機能が立ち遅れてしまったので、ニューヨーク、ロンドン並みの国際的に通用する市場として早く復権・再生させる必要があるというものでした。そういう目的で多くの改革も進みましたから、全体として制度の枠組みをみると国際的な水準にそう引けを取らないところまでなったと思います。松尾さんがふだん接触されている海外の専門家、外国の当局者、外国の業者とか国際機関の幹部等は、日本のいわゆる市場改革の進

展状況について、どんな評価を持っているのでしょうか。

松尾国際課企画官　ビッグバンには、グローバルな理念のもとで、東京市場をロンドン、ニューヨーク並みにするという目標がありました。その後の個別の改革を進める際にもグローバルな視点を失わずに行っていまして、例えば平成一二年の証取法改正で取引所の株式会社化ができるようになったとか、一四年八月の「証券市場の改革促進プログラム」に基づく一連の措置、特に公認会計士法改正のようなものは、グローバルな動きを十分考慮したうえで行われたものです。御指摘のとおり、日本の制度はグローバルな動きをよく見て、いかに日本の証券市場を質の高いものに維持するか、確保するかという観点から、国際的整合性のあるものになっていると思います。

海外からどう見られているかということですけれども、それは非常に重要なことになっております。何故かというと、国際的な場で、特に現在ＥＵがまとまりつつある状況のもとで、世界の人達が注目するのはまずアメリカあるいはＥＵになるわけです。なかなか日本の動向まで目が向かないというのが実情です。ですから、日本はこれだけの施策をやっているということをきちんと情報発信をして、国際的に認識・理解されることが非常に大事だと考えています。例えば、主要国の財務省、中央銀行、金融当局の集まりである金融安定化フォーラム（ＦＳＦ）の会合が年二回開催されるのですが、エンロン事件を踏まえて必要な対策等、国際金融システムの安定にかかわる一連の金融の問題が取り上げられており、そういう場で資料をきちんと出して説明をしたり、あるいはＩＯＳＣＯ等の国際的な多国間の場や二国間の説明の機会に、日本はこういうことをやっているという

ことを積極的に説明するように努めています。

また、金融庁の英文ホームページでも、ごらんいただければ分かるとおり、証券関係は充実させるよう努力しておりまして、こういう地道な情報発信をし続ける必要があると感じています。そうしないと、なかなか現状の国際社会はどうしてもアメリカとEUのみが注目されることになってしまいますので、引き続きこういう努力を続けたいと思っています。

関理事長　山崎さんが担当された投資信託制度改革は、個人投資家が投資し易い商品を提供するという市場改革の目的からみて、希望の星というような位置付けだったと思うのですが、とにかく枠組みの整備という面は非常に進みました。もう一方の、市場インフラとしての証券決済制度については、その状況には種々問題があるということを多くの関係者は理解していたと思いますけれども、最初のビッグバンのときに法務省にも改革の指示が出されたこともあって、次第に一つの流れに結集されてきて、法務省や法制審議会の積極的な取組みも進み、抜本的な制度改正がまとまりました。そういう流れについてどのように見ていらっしゃいますか。

山崎市場課企画官　理事長御指摘のように、資本市場改革の戦後からの流れを見るにつけても、ビッグバンというのは極めて大きな改革であったと思っております。それで、蠟山先生が、ビッグバンによってある意味では舞台は整った、後は役者だけだといわれたことがあったのですが、ビッグバンにおいて残されていた部分としては、一つは証券決済のインフラの整備だったのかなと思います。もう一つは、役者というか、新しい枠組みの中にいる人間の行為がどのように変わっていくか、多分この二つの点が残された課題になってい

るのかなというのが私の認識です。

証券決済の方の関係で申し上げますと、証券市場を安全で効率的なものにするということについては、これはだれの異論もないところだと思っております。ただ、その目的を果たしていくためには、関係者の方々はどういう意識で、また、どういったスピード感で、力を結集していくかということは大変難しい問題です。

商法との関係ですと、例えば昔でいえば社債発行限度の規制を撤廃するのに何年間も法制審議会で議論をし、また優先株の安全な、効果的な発行ができるようにするためにこの研究所でも研究会を設け、その結果を法務省とすり合わせるといったように、実現までに大変長い時間がかかっていたと思います。しかし、今世紀に入って法務省も大変迅速な、さまざまな対応をしていただいており、証券決済システム改革についてはほとんど毎年のように法案が提出され改正が実現いたしました。リスクのない法制を整備するため、市場関係者の声にも留意していただきながら、短期間で完成したというのは、政府全体で取り組む金融システム関係の整備が大変重要な課題であるので、民事法制の整備にも非常にプライオリティーを与える必要があると理解が得られたことにあるのではないかと思っております。

関理事長　中村企画官いかがでしょうか。

中村政策課企画官　税制の関係になりますが、税制側から見れば国の財源であり課税の公平という側面が重要でありますけれども、金融サイドから見てみると、金融インフラ・市場インフラの一つとして税制の枠組みをつくることが重要だと認識していいと思います。そういう意味では、税制も金融の機能からみて非常に簡潔な姿にしていくことが全体の証券市場をよくしていくために必要な

ことである、という考え方に相当のウエートを置いて取り組み、それなりの成果を得ることができたと思います。

御承知のように、近年税制改正に動きも速いわけですが、もともと有価証券取引税が存在していた世界が一〇年ほど前にありまして、そこから申告分離に一本化という形になりましたが、それも単純にそうならずに特定口座といった仕組みをつくり、「貯蓄から投資へ」という政策に沿って、さらに一般の貯蓄と比べて税率を低くすることになり、構造的な効果はかなりあったのではないかなと思っています。

幾つかの指標でも、特定口座の伸びの大きさだとか、最近の証券市場は個人投資家のウエートが非常に高まっていることの背景で、決して税だけでなったというつもりもないですし、ウエート付けとしてどれだけかということは余り過大に評価することもできないのかもしれませんが、やっぱり新しい税制が今の個人投資家の活発な動きに何らかの大きな役割を果たしたということは評価していいと思います。それから、投資信託関係の税制も今年大きく進みましたので、これも時間とともにかなり実益というか効果も明らかになってくると思います（資料6参照）。この面でも新税制は非常に利いてくるのではないかなと思います。

このように、近年の税制改革は大きな貯蓄から投資への流れをつくっていく上でかなり機能はあったと思いますし、さらにこれの次のステップをどうするかということを考えていかなければならないと思っております。

関理事長　お話しいただいたように、有価証券取引税について議論していた頃からみると、税当局側の理解も大変進んだように思うし、やはり市場改革という大きな枠組みの中で貯蓄から投資へと

いう方針が政府レベルで確認されたことによって、その効果が次第に出てきていると思います。またこの二～三年、金融庁の方もかなり強力に証券税制改革を推進されたわけで、特に税率面で一定期間であっても預金より優遇されるというところまできたことは、やはり大変な前進であると思います。

中村政策課企画官　もともと有価証券取引税があったときには株式譲渡益の課税は源泉分離選択課税方式になったりしていて、税側からみるとまだ不十分なものだったのでしょうけれども、申告分離一本にするというところで、税側の問題意識はかなり解消されたわけですが、さらに踏み込んで税率の問題まで手当てしているとか、税率の問題も大きいですけれども、やはり投資家にとって申告の負担がなく簡素に完結するという仕組みの存在も大変大きいと思います。

かなり多数の売買を繰り返すような投資家にとっては、明らかに今までのみなし税率の課税というのは多分高負担になる構造になっていましたし、それが利益損失を通算して圧縮したネットの利益に対してだけ税負担を考えればいいということになったことで、かなり取引がしやすくなったという要素が大きいと思いますから、そういう仕組みも、税側から見るとかなり思い切った仕組みではあるのです。そこまで踏み込んでやってもらっているということで、そこは構造的な視点から見ても、貯蓄から投資への流れを進めるために、税側からもできることはやるべきだという考えはかなりはっきりあるような気がします。

関理事長　後藤課長、今までお話があった市場改革の展開によって、業者の問題意識の変化とか反応とか、そのあたりはどのように感じていらっしゃいますか。

後藤証券課長　先ほどお話したこととの続きになりますが、できるだけ消費者・投資家により総合的な商品・サービスを提供していかなければならないという意識は、各業者の方々においては相当強いと思います。ただ、実際の業務展開になると、現場の営業員にどれだけの商品等をきちんと研修等で教育できるかなど、体制整備の面でもいろんな制約があることもあって、具体的に何ができるのかを模索しているような状況ではないか。

そうした現状に鑑み、証券仲介業の制度ができたことは、とても大きなインパクトになりうると思います。つまり、自社に経営資源の制約というものがあっても、適切なパートナーを利用することによって新しい営業拠点を積極的に展開することが可能となったということです。実際に、今回制度の導入を検討する過程において、余り想定もしていなかったようなケース、コンビニエンス・ストア店内での端末設置による無人営業所の展開でありますとか、ネット業者同士の提携とか、さまざまな斬新なビジネスモデルが創意工夫によって生み出されています。こういった動きが今後どういうように展開し、定着していくのかを注目したいと思います。

関理事長　国内では今までお話のあったような理念、複線的金融システムの早期構築とか、市場型間接金融の重視というように金融の流れを変えていかなければならないというような発想で多くの改革が進んでいます。一方、米国ではここ二～三年、いわゆるエンロン・スキャンダルという言葉もありますが、続発した企業不祥事等の再発防止のために一連の企業会計改革とか投資信託改革が急速に進められております。いうならば、我が国の証券規制のモデルにしていた、お手本にしていた米国で、その基本的なところに欠陥が露呈した

ということの影響が我が国の市場改革にも相当反映したように思うのですが、そのあたりはどのようにとらえていらっしゃいますか。

大森市場課長　大きな質問なのでうまく答えられるかどうかわからないのですけれども、理事長も委員として参画しておられた証券取引審議会の総合部会、当時としては非常に抜本的な改革だったと思いますけれども、そのときの前提は、アメリカの制度に追いつき、アメリカと同じ競争条件にすれば、業者等が競い合って、投資家に魅力ある商品が提供され、その結果、証券市場の裾野は拡大して、アメリカのような金融システムに近づいていくだろうという前提に立っていた。五年たってみると、確かに新規の業者の参入があり、後藤課長が先ほどいわれたように新しいタイプの業者の参入もあって、業者間の競争は激しくなって、損益分岐点も下がってきたが、市場の裾野そのものは余り拡大していないという状況です。これは、一言でいえば、この間実体経済が低迷していましたから、日本の経済の未来に希望を持って株式投資をするような情勢になかったということが大きいかとは思いますけれども、制度を変えれば、国民のメンタリティーも自動的に変わって、アメリカ国民のように行動するようになるというものではない、という当たり前のことを改めて認識させられたわけです。

さらに、理事長がいわれた本家のアメリカで起こっているさまざまな問題とも相まって、日本の金融システムあるいは日本の国情というのか国民性というのか、それらを踏まえた制度の改革であってよいのではないか。これも当たり前といえば当たり前のことなのですけれども、例えば、銀行が全面的に証券業務をやると利益相反の問題があるので、アメリカでは、銀行が証券業務をやる

場合には子会社という方式でやりなさいということにして、我々もビッグバンでそれに追随したといいますか、正確にいえば、その前の金融制度改革の流れがビッグバンで完成したということなんですけれども、銀行の証券子会社の業務を完全に自由化するということで、制度としてはアメリカに並ぶ形になったので、その時にはそれ以上のことをする必要があると考えていたわけではないのです。

実態として何が違うかといえば、アメリカでは、銀行の証券子会社が証券業をやるという仕組みの下で二〇〇を超える銀行の証券子会社がある。換言しますと、日本の地銀や第二地銀クラスの銀行であれば証券子会社を持っているのは当たり前という状況になっているのに対し、日本の実態はそうではない。また米国には、そもそも証券会社（ブローカー・ディーラー）自体が日本とはケタ違いに多く存在している。そういう国民と市場を結ぶチャネル自体に圧倒的な違いがある以上は、制度としてはアメリカより一歩踏み込んでも、銀行による証券仲介業といったものを考えていかなければいけないのではないか。これは一つの例に過ぎませんけれども、アメリカ並みの制度でアメリカ並みのマーケットを中核とした金融システムになるというナイーブな前提を少し修正して、日本の実情を踏まえて、制度としては何が有効かということを考えていかなければならない時代になったのだなと感じております。

証券教育の重要性とディスクロージャー制度の合理化

関理事長　市場改革は、市場の機能を高めていくという目的があり、日本版ビッグバンから相当の

期間がたってきているわけですが、現状を株式市場、債券市場、投資信託の市場というようにとらえてみると、どうでしょうか。それから、家計の資産運用の変化についてはどうか。また、証券市場を通ずる資金調達、特に注目されていた新興企業の資金調達を円滑に行うという機能は十分果たせているか。現状では、どの程度ねらっていた具体的な目標が実現してきたか、どのようにお感じになっておられますか。それは皆さん方それぞれに見方が違うかもしれませんが。

後藤証券課長　評価の基準が非常に難しいのですが、不幸だったのは、金融ビッグバン開始後、日本経済の状況が非常に悪かった時期と重なってしまったことです。期待される投資パフォーマンス自体が悪かったわけですから、証券投資が低調といっても、ある意味では、投資家は合理的な判断をしていたといえるわけです。そうした観点からしますと、やっと景気が回復基調になってきた今の局面が、むしろ正念場という感じです。まさに市場改革の真価が問われる時期を迎えているという気がいたします。

マクロ経済的な立場からするとそうなのですけれども、先ほど、アメリカでのエンロン事件等の話がありましたが、アメリカと日本とを比較した場合に大きく異なる中長期的な要因が一つあると思います。それは、やはり投資家の認識です。業者の側から、どういう制度をつくって、どういうルートでどういう商品・サービスを提供していこうかというサプライサイドの話とともに、投資家なり顧客の立場から見て、有利な投資商品を判断するだけの知識・ノウハウを備えて適切な投資行動がきちんとできる状況にあるのかという点が重要であると思います。この課題への対応は、すぐに成果を期待できるというものではありません

が、投資教育、金融教育については、業界にお願いするだけでなく、従来のように文部科学省に気兼ねすることなく、金融庁自ら投資家教育・啓蒙活動を行うべきとの方向をはっきり打ち出しており、例えば、本年一月には金融経済教育のシンポジウムを金融庁主催で行いました（資料7―③参照）。今後、学校教育の拡充や社会人に対する的確な情報提供に努めることによって、投資家サイドの見る目が変わってくれれば、先ほど正念場を迎え真価が問われると申し上げましたけれども、着実に成果が出てくるのではないかと思います。

関理事長　今のお話に関連してですけれども、この一～二年ぐらいを対象にしてみて、アメリカで起きたエンロン事件の対応とかＥＵ統合のいろいろな流れあるいはアメリカにおける決済システム改革の動きというような海外の動向は、国内の行政の展開に反映しているのでしょうか。

山崎市場課企画官　例えば投資信託の分野でいきますと、アメリカでもマーケット・タイミングの問題とか、さまざまな事件がこの数年間にあったと思います。

我が国の市場において投資信託自体は、アメリカと比べてマーケットとしてのインパクトはまだ小さいので、アメリカのような大きな問題には今のところはなっていない。ただ、アメリカで発生した問題などが提起しているのは、運用業者が果たしてその受託者責任を十分果たしているのだろうかとか、ゲートキーパーの役割についてもいろいろあって、格付機関が適切な格付をしていたか、アンダーライターが発行会社の実態を十分把握していたか等であり、表面化した問題点や対応策を見ると、ある意味では、我が国でもすごく勉強材料になるケースをアメリカの市場が与えてくれていると思っております。こういったケースが

あると、私どもは日本ではどうなっていてどこが不十分だろうかということを常に見ていますので、市場関係の方々には、それぞれの立場でアメリカの事例を参考にして、少しでも我が国の市場改革を進めていただければと思っています。

松尾国際課企画官　国際性の観点からすると、EUの二〇〇五年域内金融市場統合をにらみつつ、日本の証券市場の国際的競争力の強化ということが引き続き課題になっております。今週発表された金融審議会第一部会報告、いわゆる英文開示についての報告ですけれども、その審議会の議論で、非英語圏のドイツやフランスではどうなっているか、香港ではどうなっているか、また、最近のEUのディスクロージャー統一のための指令でも英語の使用を認めるということが入っておりまして、そういう動向を参考にしながら、今回の報告書がまとめられております。このように引き続き外国の動きをよく見ながら制度整備が進められてきているのではないかと思います。

関理事長　先ほど大森課長から、国民性とかそういうものも少し考慮に入れてという御趣旨の話がありましたが、ただいま証券課長のお話と関連して一番感じるのは、やっぱりリスク負担ということについての認識に、少し問題が残っているのではないかなという気がするのです。日本銀行（金融広報中央委員会）の家計意識調査を見ますと、金融資産選択において常に安全性志向が非常に高いという結果です。特に、設問の中に、相当リスクの高い外貨預金とかデリバティブ商品を選んだ人だけの回答でも、結果は自己責任だから仕方がないと思う人は四割程度であり、それでも自己責任だからといわれては困るという人が一割以上いるわけです。中間的な回答も四割台と結構多いのです（資料8参照）。

こうした国民性のやや甘えの面は依然として残るのか、これから少し変わっていくのでしょうか。

大森市場課長　リスクが嫌いな国民性というわけではないのです。これだけのお金を競馬につぎ込み、パチンコにつぎ込み、マージャンにつぎ込んでいる先進国はない。どの馬が勝つのかについて分析するエネルギーは、どの会社が伸びそうなのかということを分析するエネルギーに転化していけるはずなので、その転化の担い手として投資教育が重要なのだと思います。国の行く末を考えて長期的なプランを実施していく点で、少し英国を見習ってもよいと思います。ブレア首相の「重要な三つの政策はエデュケーションとエデュケーションとエデュケーションだ」といった発言が象徴しているように、五〇年辛抱強く教育しているといつの間にかそれが国民性になっていたという国ですから、我々も文部科学省任せにしないで、この投資教育の問題を、我々の問題として真剣に考えていかなければいけないと思います。

もう一つは、もちろんネット取引の投資家が増えているという流れは一つの流れとしてあるとしても、金融システムを変えていく、金融システムの構造を変えていくとすれば、預金と保険以外の金融商品を知らないという大多数の人達に投資商品というものになれていただく必要があるわけですから、そのためにはやはりアドバイスを行う導き手が必要であって、顧客と対面してきっちりリスクとリターンを説明して理解していただいたうえで、そういう商品を売るという微妙な行為を担当する導き手が必要だと思います。投資信託について銀行経由販売がこれだけの実績を上げているということは、新たな投資家層を開拓したものとして評価をしなければならないと思いますし、そ

うした実績が今回の銀行による証券仲介業というものを考えさせる背景にあったということは間違いないと思います。

関理事長　証券市場改革プログラムでは、「誰もが投資しやすい市場」という標語のほかに、「投資家の信頼が得られる市場の確立」という目標があって、その方向で多くの施策が打ち出されており、最近の法律改正では、今お話があった投資信託を普及させるために、特に目論見書の改善等ディスクロージャー制度の合理化に向けて思い切った改革が行われました（資料1、資料7―①、資料9参照）。

ディスクロージャーの充実ということをいいながら、ディスクロージャー制度の合理化という言葉が使われていますけれども、そういうように行政が方向を変えてきたということについて、少し説明していただけませんか。

大森市場課長　投資信託のディスクロージャー制度については、ビッグバンにおいて、株式並みにするところが少し乱暴だったのかもしれないのですけれども、投資家にとっても、目論見書等が分厚過ぎてどこを見ていいかわからない、投資信託を販売する業者の側にとっても負担であるということで、今回はその両サイドのニーズを踏まえて合理化を図ったということだったのですけれども、引き続き、この分野では、投資信託に限らずに、不断の工夫を積み重ねていくべきものだと思っております。

関理事長　結局ディスクロージャー制度を重視しろということで、ディスクロージャーの内容がどんどん細かくなっていく。そうすると、細かくなればかえって分かりにくくなるという面があって、極端な意見では、あんなものはだれも見ないよという議論すら出てくるわけです。さらにいえ

ば、そういうディスクロージャー制度を細かくやらせるということは、それなりにコストもかかるので、何かの形で投資家にも不利に働く面もあるわけですが、どこかでバランスをとることになるのだと思うのです。例えば、投資信託の目論見書の改善という問題では、アメリカでも随分長い時間をかけて取り組まれてきましたが、我が国の改革の方向もかなり共通点があるようです。今回の改正により投資信託に関する目論見書制度は、アメリカの制度と大体整合のとれた形になったといえますでしょうか。

大森市場課長　そう認識しています。

関理事長　評価が定まるまでには時間が必要かもしれませんけれども、ディスクロージャー制度改革の最近の流れについては、全体としてどのように評価されているのでしょうか。あるいは法案の国会審議等ではどんな議論がなされたかというところに触れていただいてもいいのですけれども。

大森市場課長　市場で自由に資金調達をするための手段としてディスクロージャー制度が設けられ、最初は発行開示から始まって、流通開示、適時開示がますます重視されるようになる、という流れの中で必要な制度的な対応はしてきたつもりですけれども、まだまだ不十分かもしれません。最近では、理事長のいわれた制度の合理化に加えて、英文による開示、さらには四半期開示の制度化という問題について、しばらく検討を進めていくことになっております。

企業側の意識でも、ここ二～三年でディスクロージャーの重要性ということについては、格段に向上してきたという感じを私個人は持っております。

関理事長　ディスクロージャーを巡る問題は、エンロン事件後随分話題が多い中心課題になりまし

たが、こういうこともディスクロージャーの中に織り込めとか、経営者が特別にサインすることを要求する等、正確なディスクロージャーであることを確保することに注力されていますけれども、ディスクロージャーの内容そのものについては、少し選別して、むしろ分かり易いものにした方がいいのだという考え方はあるのでしょうか。

大森市場課長　たしか総合部会の議論をまとめるときに、ディスクロージャー制度について法律で決めるのは、その最低ラインにすぎない、そこを超えて各企業が投資家に訴えたい点を創意工夫してやっていくべきであるという、そんなまとめになっていたと思いますけれども、投資家にとって何が大事なことかというのはそんなに自明なことでないし、実際に議論すると、自分で工夫して分かり易くＰＲしろといわれると、かえって困ってしまう、もう少し行政の側で枠を決めてくれた方が実務的には楽だというような議論もあります。このように、なかなか微妙な、一言で割り切りにくい問題なので、各方面の方の意見を聞きながら、不断の工夫が必要になるという、先ほどのところへまた戻ってきてしまうのですけれども。

関理事長　各自工夫しろという話になると、いわゆるＩＲという世界ではそれでいいのだろうと思いますけれども、ディスクロージャーという基本的な仕組みの中では、御存じのように比較可能性が必要だということもありますから、なかなか難しいですね。だけど、どこまで詳細にすればいいのかということと、いわゆる合理化的な要素との組合わせというところでは、依然としていろいろまだ問題としては残っているような気がします。

大森市場課長　ありますね。

証券税制の見直しと金融課税の一体化

関理事長　それでは、ここで中村企画官にお願いしたいのですが、先ほどお話があったように、このところ証券税制の見直しが積極的に実現しております。こういう一連の金融証券税制の取組みに当たって、金融庁の中に勉強の組織ができて理論武装が行われてきたと思うし、また政府税調においても、中期的に見て金融関係の税制をどうすべきかという基本的な議論も始まっています。また、経済産業省でも、産業の再生という観点からどういう税制がいいのかという問題も含めて議論をする場もできたようですし、いろいろな動きがあります。金融庁の金融証券税制についての理論武装ですか、まずそのあたりを少し話していただけませんか。

中村政策課企画官　少し振り返りますと、税制の問題、特に証券関係の税制に関する各種の大きな改革のスタートは、やはり他の金融システムと同じで、平成八年のビッグバンで、その指示の中に、今から読み返すと、注でちょっと税制についても一緒に検討すると書いてあります。やはりそれが出発点だったのだと思います。それ以後、金融システムの構造改革の進展とともに、税制当局にも、税制も対応する必要があるという判断は内々にあったはずですし、時宜に応じて改革が積み重ねられて一〇年たってみると大きく変わっているといっていいと思います。

先ほど申したのは、証券そのものの方の税制もそうですが、資本市場関係の税制でも、当時は源泉徴収の問題などがいろいろな場面で出ていまして、一〇〇点満点になったわけでは必ずしもないですが、当時指摘された大きな問題はほぼ整理さ

れたような状況になっているといっていいように思います。そういった両面の大きな改革があって、当時意識されていた大きな問題はかなり整理され、さあ次のステージではどこへ持っていくかというのは、我々もそうですし、税制当局側も金融税制について大きな方向感をどう持とうか、そういう時期だと思います。

とりあえず、現行の貯蓄から投資への証券優遇で一〇％の税率が平成一九年末ないし一九年度末までありますので、それまでをどう過ごすかというごとと、その先をどう考えるか、二つあるのですけれども、現時点では、それ位の時間の大きなタイミングが設定される状況の下で、次の金融税制の課題をどこに見出すかということを税制当局側も、金融庁側も、それぞれで考えているという段階であると思います。

お話のように、税調の方も、去年の秋から、金融商品課税の一体化の議論を始め、「一体化」というのは一つのキャッチフレーズでありこれからの金融税制を考える上での大きな概念ですが、「一体化」ということを重要な柱としていくことは、確かにそうなのかなという気がします。

税調では、つい先日報告もまとめられました。一体化というと、金融側から見ると非常に普通に見える。普通の投資行動、貯蓄行動からみて簡潔にしていくということで、当たり前のように見えるところもあるのですけれども、税制当局側からみると、特に所得税は一〇種の所得区分というものを一つの体系として持っていますから、その間の壁に穴をあけていくことというのがどうしても必要になりますので、そこをどう踏み出していくか。税制の問題としては結構深い、重いものがあることも事実です。

今年の税制改正で投資信託の譲渡損益の通算を

可能にしましたけれども、このように譲渡所得同志で、所得区分間をまたがない損益通算は、税制当局側も比較的応じてくれるわけです。ところが、所得区分をまたいでということとなると非常に壁がきつくなる。結果的に、投資信託も譲渡形式にすれば株の譲渡損益との通算まで認めるが、解約方式で配当所得の形のままではだめだということになる。一般の方々には理解を得がたいところもあるのですけれども、税の理屈でいうとそういう壁があるわけで、そこを踏み出すということは、多分税制当局側として重い決意が要る話になるので、そこを検討したのだろうというのが印象です。

今度の税調の報告でも、その問題についてはいろいろ税の立場から幾つかの宿題というか条件というか、そういったものを付けていますが、そこに踏み出す方向性は打ち出していただいたような気がします。今後は、実務的な議論を続けて、報告に書いたものをそのままというわけにはいかないものもありますので、そこは実務や投資の現状をよく説明して実行可能なものにしていくことがこれからの課題だと思っています。

一方、金融庁としても、金融庁ができて今年で四年目ということで、これまで総務企画局長の私的な研究会という形で金融税制研究会という組織を運営していました。直近では去年の一〇月に開催したのですけれども、そろそろ税調が一体化に向けて、次なる金融税制の目標づくりに動き出しているときに、こちらも金融としての税制、金融インフラとして見た税制ということを考えていこうということで、金融審議会の中に検討の場を設けることをお願いしまして、金融税制に関するスタディ・グループというものを今年三月から始めています（資料10参照）。

現状の金融税制もなかなか複雑で難しいので、そこを理解することから始めているわけですが、そこで出てきている議論としては、商品の持っているリスク、ペイオフが完全に発動されれば預貯金もリスク商品になってくるわけですし、貯蓄や投資に必ずリスクが伴う、金融の世界ではリスクとリターンというのは不可分一体なので、それを税の方で旨く扱い切れているかどうか、ということが大きな論点になっています。税というのは、どうしても利益ができたときに課税するのが原則であり、損が出た際に配慮する手だてには限界があるわけで、そこに非対称な関係があって、それをどう工夫していくかということは大きな問題だということが検討の過程で出てきています。そこを軸として、今後の金融税制を考えるときに、「一体化」という作業において、リスクとリターンの関係をきちんとつくっていくという発想を盛り込んだ形の一体化にしてほしいというのが今のところ出てきている大きな議論ということになります。

関理事長　今度の政府税調報告の中でも、損益通算に関して必ず出てくる議論としては、意図的にある時期に損を発生させるみたいなことができて、それを認めるということは無理ではないかということが指摘されておりますが……。

中村政策課企画官　金融審の研究会の議論では、金融サイドからすると、利益の実現時点というのはたまたまどういう形で出るかは、同じ一つの経済的な実質の具体的あらわれ方が違うだけのことなので、余りそこの時点の差とか、損はいつ出るかとかにとらわれるのはどうかなという意見があります。もし税の方が余りそこを固定的に考えれば、かえってそれについて租税裁定するようなタイプの金融商品が出てくるだけであり、果実を厳

しくとられれば、果実を抑えてキャピタル・ゲイン（ロス）でもらうような商品が出るだけなので、むしろそこは余り差をつけずに中立的に扱った方がいいのではないかというのが基本的な考え方です。

関理事長　金融側は、今いわれた中立性の確保ということが非常に大事なポイントであり、中立性が確保できなければ商品選択にゆがみができるのではないかということが従来からの主張ですが、それについては基本的にはずっと維持されていくという感じでしょうか。

中村政策課企画官　商品選択にゆがみを与えないことがまず基本になります。あとはリスクとリターンの関係をどのようにゆがめないようにするか、これはやはり金融商品にとっては非常に大事です。しかし、この点に関して税が完全に中立になることは多分無理なので、そこをどこまで求めるかと、これは難しいのですけれども、税がそのリスクの部分についてどうしてもゆがめている部分があるということは税当局にも認識して欲しいと思います。

リスクをとれるのはお金持ちだとか、あるいは損をした分は税制としては関わらないとか、それだとちょっと、実際の金融商品や金融取引をかなりゆがめることになるような部分があって、その見方に目線を合わせてほしいということです。

投資家の信頼確保と課徴金制度の創設

関理事長　大きな課題になりますね。ここで一度話題を変えて、三井室長にお願いします。市場機能の発揮の前提として投資家に信頼される市場でなければならない。一つは投資情報のディスクロージャーですけれども、やはり不公正な取引と

か詐欺的な行為が生じないようにするとか、正しい投資勧誘が行われるようにすることが、証券規制のもう一つの分野として必要であり、証取法には種々の規定が置かれていて、証券行政でも、適正な営業姿勢の確保について随分と力を入れてきた分野だと思います。

しかし、そういう制度を整備しても一〇〇%問題が起きないということは期待できず、常に新たな問題等が起きて、それに対応して規制の見直しを行うということの繰り返しであり、どこの国の証券規制でも同じだと思います。この時期に、今まで証券取引法にはなかったもの、例えば課徴金制度を新設しよう、こういうような考え方になったことについて少し説明していただけませんか。

三井調査室長　表に出ている経緯からすると、昨年、政府の総合規制改革会議において、競争政策と金融ということが一緒に議論されたことがありました。そこでは、競争政策の総論・一般法は独禁法であるが、各論としては証券取引法があるというような問題の立て方をしました。この問題の立て方自体が必ずしも理論的に整合的でないのですが、そこで議論された方々は、金融や証券の専門家というよりは、広く各分野の人たちであり、かつアメリカ的な制度を日本に取り入れていくことによって経済の活性化の起爆剤にできないか、タブーをなくして思い切ったことをやってみるという観点からこういうアイデアを持たれたわけです。具体的に出てきた話で、証券取引法に関する議論では、その法執行（エンフォース）をしっかり行うこと、法令等が遵守されているかどうかを調べそれを守らせるために法的に何か処置することが大事であって、アメリカにおいては、課徴金の制度があって非常に使われており、違反は割に合わないという規律を確立するために大きな役割

を果たしていることが注目されました。

我が国でも証券取引等監視委員会ができて、毎年のように、不公正取引については刑事告発をしたり、証券会社の不適切な営業については勧告をして、処分等が行われるようになりましたが、刑事告発をされる不公正取引や開示規制違反は、年間一〇件前後です。それに比べると、アメリカのＳＥＣが何らかの形で立件して処理をしている事案が数百件に及ぶのですが、調べてみると、そのうち刑事事件になったものは非常に少なく、ほとんどの事案がいわゆる行政制裁金、課徴金を課すことによって処理されており、その大半がＳＥＣと違反者の和解という方式で行われている、そういう形で大量の事件が処理されております。

日本では確かに規定は整備されております。インサイダー取引や相場操縦をすれば刑事罰の対象となる行為だということはいえるのですが、実際に、それがどのように執行されているのかということになりますと、刑事罰の適用では万国共通らしいのですが、事案がよほど悪質であって、行為者をどうしても社会的に排除しなければならないというものについて初めて刑事事件として立件されることになります。違反は明らかで、証券取引法の投資者保護なり公正取引の確保という観点からみて悪いことだとしても、刑事告発されるためには、さらに加えて、行為自体が反社会的である、物取りや人殺し等と同じように倫理的、社会的に悪いものであると認められないと、刑事事件としては立件されないというのが現実です。

そうすると、そこに至らない事案は、証券市場を透明にする、公正な取引を確保するという観点から明らかにおかしいというものであっても、そのまま放置せざるを得ないことになり、極めておかしい状況になってしまう。アメリカ以外の国を

見てみると、実は、イギリス、フランス、ドイツ、香港、最近では韓国も、課徴金制度を持っていて、刑事罰をかけなくてもいいような、普通の違反については、課徴金を実際に課するようになっております。

そういう制度が我が国にあったかをみてみますと、比較的身近にある制度としては、交通反則金という制度があります。交通違反については、もともと反則金制度はなくて、スピード違反をすれば刑事罰の対象となり、違反は刑務所や罰金ということだったのですが、一〇キロや二〇キロ程度のスピード違反や一時停止違反に対して全て刑事手続きというわけにはいきませんので、結局放置することになってしまいます。そういうことでは、交通ルールをきちんと守ってもらえなくなり交通事故も増えてしまうことになるので、反則金の制度が導入されたわけです。

このように、証券取引や広い意味での金融分野は、課徴金的な仕組みを必要とする分野なのではないかと考えて、昨年の秋の金融審議会第一部会でこの問題を御議論いただいたというのが経緯になります（資料７―②参照）。

関理事長　去年一二月の金融審議会報告の中には、証券取引でルール違反を行っても引き合わない状態をつくる必要があるということが書いてありますが、課徴金の限度額等、制度を実際に検討されたときに、その引き合わないようにするということについてはどうお考えになられましたか。

三井調査室長　金融審議会の報告書にもありますように、最低限度としては、違反行為をして儲けていたものは吐き出させないとやりたい放題、やり得になってしまいますので、それが最低限として必要になりますが、それにどの程度上乗せしてどのぐらい取り上げたらいいのかというのは、随

分議論になりました。

例えば、違反行為をしたがたまたま儲けが出なかったケースについて、一体どのぐらいの金銭的なペナルティーをかけたらいいのかということになると、罰金などはどうして決めているかというと、これも、幾らがいいということがあらかじめ理論的にあるわけではなくて、経験的に少しずつ積み上げて現在の罰則になっているという面があるように思います。既存の罰金の重さの体系との比較しながら、それよりも悪質度が高いとか、罰則をより強くしないと犯罪を行う誘惑に駆られるとか、そういうようなことを考慮しながら、上乗せするという決め方をしているようです。

そうすると出発点としては、不正に儲けを得たいから違法行為を行うということですから、それを取り上げるということが最も直截です。アメリカでも、一九八四年にインサイダー取引規制に対して得た利得の三倍を上限としてペナルティーをかける制裁金制度を導入する前には、裁判所が衡平法の権能を活用して、違反者が儲けた利益をSEC、国庫、連邦政府に吐き出させるということを裁判所の裁量でできるという法律状態だったわけです。その程度では、やっぱり不十分であるということで、八四年に利得額の三倍を限度として金銭的制裁を行う制度を、いわば上乗せとして導入したという経緯です。

一方、犯罪防止だといっても、行政機関が命令としてペナルティー、金銭的な制裁を一般投資家にかけるという制度はまだ親しみがないかもしれないと考えると、初めて導入するときには余り激し過ぎてもどうかという配慮があり、過去に、例えば独禁法も利得程度の課徴金をかけるところから始まっているということも考慮して、今回制度を導入する際の限度金額としては不正に得た利得

というのが適当と考えて法案を提出いたしました（資料1参照）。

この点について、国会審議等では、思い切って外国のように高い金額にすべきではないかという御意見もありました。実際には、フランスは利得の一〇倍を上限とし、アメリカでは、利得の吐き出し（disgorgement）制度も加えれば、インサイダー取引については四倍、それ以外のものでは二倍が上限なのです。例えば、この二倍については、詳しくいうと利得の吐き出しに加えて、利得と同額まで、利得が少ない場合には悪質なものと軽微なものに分けて、一件につき五〇〇〇ドルから五〇万ドルまでさまざまな金額水準の課徴金をかけるという制度になっております。

したがいまして、実際にこの制度を適用し始めて、利得の吐き出しだけで、ある程度抑止できるのかということを今後検証していくことになります。

日本の場合は、アメリカに比べて、刑事事件になったものに限れば、監視委員会のエンフォースメントが、かなり成果を上げているといえると思います。個々の事件を見ますと、ＳＥＣの処理件数には、どちらかというと、日本では警察がやるような詐欺的な事件による件数が多く含まれていて、実質的なインサイダー、相場操縦事例だけでみますと、日本の監視委員会は精緻に事件を立件して成功させている。そうした抑止力を期待しつつ、今後は軽微なものについては課徴金を使うという組合せで執行することによって不正行為防止に効果があるかどうかということをみていき、やはりどうしても強化が必要ということであれば、それを検証しながら改めて考えることになるかと思います。

次に、課徴金の対象となる違反行為は、有価証券の新規発行時の開示書類への虚偽記載と、三種

類の不公正取引（インサイダー取引、相場操縦、風説の流布）に限定しました。これらの違反行為は、いずれも証券市場の公正性と投資家の信頼を直接的に害するという意味で証券取引法違反の中でも特に悪質であり、抑止を図ることが特に高いと考えられ、制度の導入にあたって最初にその対象とする違反行為として適当と考えた次第です。課徴金対象行為については、今後、違反実態を検証しつつ必要に応じその適用対象の拡大を検討していく必要があるものと考えられます。

証券決済制度の改革―株式のペーパーレス化の実現

関理事長　前国会で株式等のペーパーレス化を実現する法改正が成立いたしました。ここで、山崎企画官にお願いしたいのですが、読者の理解に役立つと思いますので、近年の証券決済システムの改革の進展状況について、簡単で結構ですけれども、少し遡っていただけますか。

山崎市場課企画官　先ほど申しました安全で効率的な決済システムをつくるということは、我が国の証券市場の国際競争力を確保するという観点からも大変重要な課題ですので、金融庁としても、統一的な証券決済法制を構築するという目的に向けて毎年努力してきております。平成一三年には、コマーシャル・ペーパーに関する法制ができました。その翌年、平成一四年には社債、国債を対象とする法改正を実現し、本年には株式というように段階的に整備が行われてきたということです（資料4参照）。

株式につきましては、一昨年から法務省の法制審議会で御議論いただいて、昨年の夏に要綱がまとめられました。一番大きいところは、今後五年

以内に、発行されている株式、上場・店頭株式等が完全にペーパーレス化されるということです。法律自体は六月二日に通ったばかりなのですが、近い将来株券がなくなるという状況が厳然と出てくることになります。我々がこれからやらなければならないことは、どうやったらペーパーレスの世界に安定的に、円滑に移行することができるかという問題であり、このことを改めて感じているところです。

まず、何を一番にやるべきかというと、基本的には、保管振替機構に対する株式等の預託率の向上を図る必要があると思います。法律上は、保管振替機構に預託されたペーパー、株券等については、何の手続も必要なく自動的にペーパーレス化が図られることになっているからです。

この預託率向上については長年取り組んでおり、平成一三年の初めには四〇%ぐらいだったのですが、昨年末では大体六〇%ぐらいまでに上昇しております。現在では、おそらく六五%程度になっていると思いますので、この速度を緩めず、五年後にはなるべく一〇〇%に達するように、投資家・株主が現在お持ちの株券を預託していただけるよう、関係者の皆様と協力して、またなるべく金融庁としてもアピールしていきたいというように思っております。何といっても、手元に株券としてあったものがなくなってしまうということは、やはり多くの方にとって大変不安になることですので、税制改正に伴い株券を特定口座に入れる際にはなるべく保管振替機構を使うことにして下さいというキャンペーンを行っている証券会社もありますけれども、今後とも、各証券会社等において努力が必要だと思っております。

そのほか、いわゆる証券会社と業界サイドでは、証券業協会の証券決済改革推進センターが一

昨年に策定した行程表に従って、ほぼ着実に移行へのスケジュールが進んで行くと思っております。先月には、一般振替えと申しますか、株式の振替えのうち取引所取引以外のものについてＤＶＰ（Delivery Versus Payment）が可能になりましたし、来年には、国債清算機関が事業を開始することが予定されています。また、一般債の振替えについても、再来年の初めを目途に事業開始が予定されており、証券会社等の準備も順調に進んでいると判断しております。

関理事長　ＣＰや電子型の短期社債の発行については、もっと早く全部が電子方式による発行に移行するのではないかという予測をした人もいたようですが、意外にもまだ古い券面を前提とするＣＰ発行も残っている。これは、税制で券面の登録印紙税の特例適用について猶予期間を置いているということとも関係しているのでしょうか。

山崎市場課企画官　現在ＣＰ発行残高は大体一六兆円ぐらいであり、そのうちペーパー・レスＣＰは一兆四〇〇〇億円程度の残高になっております。平成一六年度の税制改正では、印紙税の特別措置が一年延長することとか、サムライＣＰについて源泉徴収免除ということがなされていたので、発行市場としては大変結構なことだったと思いますけれども、ただ電子化を促進するという観点からは、なるべく早く手形ベースのＣＰから電子ＣＰへと移行していきたいと思っております。今までは特例が二年間であったところ、印紙税の特別措置の延長が今回一年間になっていることを踏まえて、実務サイドでのその準備を促進してほしいと思っております。我が国資本市場の発展を目指して発行体等の有志が参加している民間の資本市場協議会等でも、電子ＣＰの普及に向けてさまざまな広報活動を行っており、実務もこのよう

な取組みを生かして早く電子ＣＰの方に適応していただきたいと思っております。

関理事長　やはり、発行企業によって姿勢に差がみられるのでしょうか。

山崎市場課企画官　今まで使っていたビジネスモデルや事務フローが使い易いというか、あえて変える必要がないという判断が先に立ちがちです。実際に、印紙税の軽減措置がある限りは、従来方式と電子方式とではコストもほぼ同じぐらいになると想定されますので、印紙税の軽減措置がなくなることが明確にならないと、あえて新しいモデルを使わないという企業もあるわけです。昨今は新しい発行体が移行準備のために電子ＣＰを発行するなど、その発行企業も増えてきておりますので、税制改正の動向を踏まえて各社の対応が進むのではないでしょうか。

関理事長　自社の都合がいいからということでしょうが、適当な猶予期間を用意したうえで、制度全体として移行しないと折角の改革が徹底しないことになります。

株券のペーパーレスについても、一部には記念として保管したいとか、保有している株券の記号や番号が大切だ、日本銀行の出資証券を自宅の壁にかけておきたい、というような話があるようですし、相当の知識をお持ちの方の中にも、全部株券を無くしてしまうのはどうかなという意見をいう方もおられます。また、どこかで聞いた覚えがあるのですが、悪い人間が、間もなく株券はなくなってしまうから今売っておいた方が得ですよとお年寄りをだまして、安く買いたたくというようなことも起きるかもしれない。ペーパーレスを円滑に実施するために、これから啓蒙的広報活動を展開する必要がありますが、今後、どこで踏み切ることになるのですか。

山崎市場課企画官　昨今具体的な偽造事件が発生しましたが、株券自身が存在すれば、株券が偽造される、盗難に遭うという本源的なリスクがあります。ペーパーレス化が実現すれば、そういったリスクは確かになくなるので、望ましい方向だと思います。しかし、その過程で株券はなくなるから今のうちにどうしろとか、そういった犯罪行為がないように防止する手だては、十分考えなければなりません。

制度上株券がなくなることに伴い、いろいろなクレームが証券会社等に寄せられるケースはあると思います。例えば、アメリカでも、AT&Tが一昨年だったと思いますが完全にペーパーレス化したのですが、その際も二〇〇件か三〇〇件ぐらいクレームがあったようであり、移行に際しては、そういった事例を見てどんなクレームがあって、それに対してどうやって対応するか、どうやって説明するかということなども調べていかなければいけないと思います。

証券決済制度改革センターでは、「株券不発行制度への移行について」と題する新制度概要Q&Aをホームページに掲載しておりますが、今後も、このような啓蒙的活動を展開していかれることが期待されています。

関理事長　今度の新しい決済制度は、社債、国債、株式だけを対象にするものではなくて、今後有価証券の種類もどんどんと増えてくると、そういう有価証券にも振替制度が使えるようにしていくことになると思いますが、新しい商品をこの振替制度に乗せるにはどういう手続きが要るわけですか。

山崎市場課企画官　新制度は統一的証券決済法制ですので、さまざまな商品が決済制度を利用してペーパーレス化できるということが大原則になっ

ています。ただ、その有価証券はどんなものでなければならないかというと、必ず流通することを目的としている商品でなければならないし、法律的にいえば善意取得が認められるような有価証券でなければならないということになっておりま す。先ほどのお話にあった日本銀行の出資証券などは、善意取得をすることは基本的に想定されていない証券になっています。

関理事長　店頭登録されていたように思いますが。

山崎市場課企画官　善意取得規定がないのです。ですから、流通することを基本的には余り予定していないようなのです。善意取得の規定を入れてあれば当然対象になりますが、日銀法には書いてありませんし、今回も手当てされませんでした。

関理事長　そうですか。最近、資産流動化法等に基づいて、いわゆる証券化商品が不動産関係も含めいろいろ出てきます。私募形式で出ているものがほとんどのようですが、私募形式で発行するときも今は券面を出しているのですか。

山崎市場課企画官　私募形式による私募投信などでは、大券発行の形となっております。制度上はペーパーレス化が可能ですが、私募形式でもあり、システムに乗せて流通することは考えにくいと思います。

関理事長　流動化法による証券はどうですか。

山崎市場課企画官　基本的には発行しなければいけないのですが、事実上はほとんど発行しておらず、実務では、投資家が発行しろと要求すれば発行するという仕組みになっていると思います。

関理事長　現状ではまだペーパーレスのシステムに乗せるという話ではないですね。

山崎市場課企画官　そこまではまだ先で、やはりある程度の流通性がないと利用されません。

関理事長　発行金額が小さくて流動性も小さいも

のだと、そのシステムをつくるだけでコストの方が高くついてしまうということでしょうが、システムには汎用性はあるわけですか。

山崎市場課企画官　汎用性はあります。

関理事長　こういう証券化商品ができましたので利用したいといえば、株式の銘柄が増えた場合と同じような扱いになるわけですね。

山崎市場課企画官　そうですね、そのような形ですぐにというわけではないですが、保管振替機構としても、市場のニーズに応じた形で様々な商品がシステムを利用できるように対応していくと思います。

証券仲介業の導入と金融機関への開放

関理事長　山崎企画官、ありがとうございました。

今回の制度改正で、金融・証券界だけでなく、各方面から関心を集めたのは、証券仲介業者制度の導入と金融機関への証券仲介業の開放をめぐる論議ではないかと思います。実際には二年にわたって展開している施策であり、すでにお触れいただいておりますが、ここでもう少しこの問題を中心にお話しいただけませんか。大森課長よろしく。

大森市場課長　先ほど証券課長から少しお話がありましたけれども、アメリカのインディペンデント・コントラクターという手法はアウトソーシングであって、どちらかといえば、中規模以下ぐらいの証券会社が、内部に人手が十分でないので、外部に勧誘のノウハウを持つ人材がいれば、そういった人材を活用して自らの営業を拡大していこうというものであり、当初は、そういうものとして我が国にも導入しようというのが平成一四年の

構想だったと思います。その場合には、当然証取法六五条に抵触しないような形でこの手法を導入しようということだったと思います。

ところが、先ほど証券課長からお話があったように、コンビニを利用して投資家にアクセスするということになれば、アメリカでもそんな形態はないわけです。しかし、チャネルとして有効であれば、器に何を盛るかについては盛る人の自由を認めて、そのような動きが出てくる中で、新しいビジネスモデルも生まれてくることも期待できます。そうなると、銀行等の金融機関もコンビニ業界ができることがなぜ自分達にはできないのかという主張をすることになり、一方、一部の証券会社からも、自らの手足が限られているのでもう少し投資家の入口を拡充したいという議論もなされるようになりました。このような背景の下で、制度改正としては朝令暮改のそしりは免れないのですけれども、昨年金融審議会に証券仲介業の金融機関への開放を提案して結論をいただいたわけです（資料７―③参照）。

関理事長　前の御発言にもありましたが、基本的には、投資家層の裾野を広げる、投資家に接触し易くするには、やっぱり接触のポイントを拡大した方がいいという考え方になるわけですね。

大森市場課長　そうです。

関理事長　昔から、証券会社の店舗はそんなに数が多くないから、もう少しチャネルを広げた方がいいという考え方がありました。新制度を前提にして、証券会社の方もいろんなビジネスモデルを考えると思いますが、証券仲介業の導入において重要なことは、証券仲介業務の委託を受けた業者と投資家との間のコンプライアンスの問題であり、適切な投資勧誘やコンプライアンスをどこまで徹底できるか、委託する証券会社や登録金融機

関の責任はどうなるのかということが、重要なポイントだと思います。そのあたりはこれからどのように詰まっていくのでしょうか。

大森市場課長　これからの作業になると思います。例えば、いわゆる弊害防止措置の中身については、委託する証券会社、される銀行の両方がその気になってきっちりと構築しないと有効に機能しない仕組みですから、両方の業界の考えを十分に聞きながら、まさに今検討しているところです。具体的な組み方にはいろんなものがあって、銀行には入口の部分だけ、新しいお客さんを勧誘して口座を開いてくれれば、後は委託する証券会社の方でやりますというような、ネット取引的な組み方が考えられますし、そうではなくて、銀行には相当程度勧誘行為をやってもらって、証券会社の方はバックオフィス的な業務を担当する、そういう提携の仕方もあろうかと思いますから、余りモデルを絞り込まないで、いろんなケースに応じた弊害防止のあり方ということを考えていかなければと思っております。

関理事長　証券仲介業にはいろんなモデルがあるということはそのとおりですが、委託を受けた業者では、個人であろうと法人の使用人であろうと、証券外務員の資格を持つ人間が投資勧誘を行わなければなりません。例えば、コンビニにある端末を使って、そこで証券仲介業を行うという報道もありますが、コンビニの端末のそばにいる人は、コンビニの職員であり、場合によってはパートタイマーの人も多く、そういう人達に証券外務員の資格を取らせることは意図されていないと思うのです。

そうなると、コンビニの端末が使えるということは、制度としてどういうことを意味するのでしょうか。コンビニ業者が証券仲介業を行うので

なくて、コンビニに場所を借りて、証券会社の端末がそこまで出てきている、ということなのか、そのあたりが疑問なので教えていただけませんか。

後藤証券課長　四月以降、六月一八日現在五三件証券仲介業の登録申請が出て、既に一五件が登録されております。連休明けからかなりピッチが速まってきておりますが、その中で、自ら申請したということを六月一四日にローソンが発表しています。申請段階なので私から個別の申請の内容をお話しすることはできません。(注)

（注）その後、ローソンは、八月三一日から証券仲介業務を開始している。

そこで一般論としての話になるのですが、今回の証券仲介業制度の中には銀行のＡＴＭのようなケースを想定した無人営業所という概念が入っております。コンビニ業者としては、従業員が外務員資格を持って、店舗の現場で投資勧誘サービスも人的に行うということもビジネスモデルとしてはあり得るでしょうが、無人営業所という営業形態を選択された場合は、機械で顧客とのやりとりを行う形になります。

証券取引自体については、そのまま注文を端末から所属証券会社に伝えることになりますが、それでも注文を受けるのはあくまでも証券仲介業者であり、証券仲介業として委託されていることに関する対価を所属証券会社から支払ってもらうというタイプを今回認めたわけです。つまり、証券仲介業のタイプの一つとして、完全な無人営業所という整理を行い、コンビニの店舗にいる従業員は証券仲介業には関与しない形態も設けたということです。

関理事長　コンビニの本部には証券仲介業センターみたいな組織があって、そこで顧客の注文を

受け付けているという形になる、あるいは、そこで投資勧誘しているという形になるわけですか。コンビニの店舗にある端末を顧客が操作をすれば、誰か証券仲介業を担当するコンビニの従業員につながるわけですね。

後藤証券課長　顧客の注文を受けるのはあくまでコンビニ業者になります。

関理事長　そこのコンビニ業者の担当者は外務員の資格を持っているわけですね。

後藤証券課長　そうです。そこは、少なくともその会社の中にそういう資格を持った方がいて、顧客の要請に応じてきちんと説明ができるという体制はつくらなければいけないことになります。具体的に想定されたビジネスモデルについて現段階でお話しするのは、なかなか難しいのですけれども……。

大森市場課長　証券仲介業という概念は証券業に含まれるのですけれども、それと事実行為というものとをどこで線を引くのかというのがいつも問題になります。りそな銀行で松井証券の証券口座も開けますよという場合に、そのことを広告することだけでは証券業にはならず、それを見て顧客がりそな銀行の窓口に行って、「松井証券の口座を開いてください」といえば、その窓口で本人確認などの事務代行手続を行うことになるが、それ自体は証券業ではないという整理なのですね。

関理事長　受動的に本人確認を行うことは証券業ではないということですか。

大森市場課長　ええ。もし、りそな銀行の窓口で銀行側から「松井証券の口座を開きませんか」と勧誘することになれば、それは証券業になる。証券仲介業が解禁される前段階の今はここがぎりぎりの線引きになっているわけです。

関理事長　口座開設やそのために必要な本人確認

は証券取引に必要不可欠な業務になっていて、それだけを対象に手数料を取るということになると、線引きがあいまいになるように思うのですが。

大森市場課長　確かに口座開設は証券取引の前提ではありますが、それ自体は勧誘ではないということです。

関理事長　本人確認は、「金融機関等による顧客等の本人確認等に関する法律」に基づく金融機関等の義務になっていますが、それとの関係はどうなっていますか。

大森市場課長　松井証券の法律上の義務が免除されるのではなく、りそな銀行が一次的には代行するということです。

関理事長　四月から導入された証券仲介業がすでに動き出していて、金融機関以外で五〇以上の申請があるというお話がありましたが、差し支えない範囲で結構ですけれども、例えば、どんな業種の方が証券仲介業者になっているのでしょうか。

後藤証券課長　登録された内容につきましては、既に金融庁のホームページで順次公表しております。基本的には、今までファイナンシャル・アドバイザーをやられた方や、保険の代理店といった方々が、個人、法人どちらの形態もありますけれども、証券仲介業の登録申請を行い、順次登録されている段階です。

関理事長　証券仲介業者の従業員が日本証券業協会の証券外務員試験を受けて、二種外務員や少数ですけれども一種外務員の資格を取った方もいるようです。このように制度が少しずつ動き出したと思いますけれども、証券仲介業者を通じてどのくらいの証券取引が行われたかというようなことは、いずれ統計的にまとめることになるのでしょうか。

後藤証券課長　公的な報告制度はないのですが、証券会社側では取引を区分して記録されていくと思いますので、必要があれば、その実態について調べて計数をまとめていくようなことになると思います。

関理事長　後藤課長のお感じをうかがいたいのですが、それぞれのビジネスとして大いに伸ばしていこうという気持ちが強い証券仲介業者が多いのでしょうか。

後藤証券課長　経営者の立場の話ですから答えが難しいのですが、先程申しましたように、この制度の導入がかなり大きなインパクトを与えているという印象はあります。ただ、すぐに取り組んで大々的に進めていこうという会社と、どういうやり方がいいかをまず検討してみようという会社とに分かれているようです。特に本年一二月から銀行等金融機関の参入も予定されていますので、組むべきパートナー選択という面でも、いろいろと検討が進んでいるのではないかと思います。

銀行側からしますと、共同店舗の形で既に証券関連の業務を展開しているものと、証券仲介業というものをどのように戦略的に組み合わせるのか、それを踏まえてビジネスモデルを具体化する場合に、コンプライアンス・コストをどれだけのものと想定して、それに対する報酬、フィーの体系をどう考えるかというようなところの具体的な詰めがなされている段階にあるのではないでしょうか。

まとめると、本年度導入のインパクトは大きく、非常に大きな関心を持って迎えられており、水面下で個別に対応する動きが始まっているということになります。

関理事長　今度は証券仲介業を使って自分の証券

業務を展開していこうとする、親店の方の戦略ですね。親店となる証券会社の方を区分けすると、比較的大型の証券会社になるのですか、小さい証券会社なのでしょうか、また、登録金融機関もありますか。

後藤証券課長　大手証券に結構積極的なところもあれば、地場証券の中にも、その立場でできることを積極的に考えていきたいというところもあるようで、今後の展開を見守っていきたいと思っています。

関理事長　登録金融機関が金融機関以外のところに証券仲介業を委託しようというケースもありますか。

後藤証券課長　今のところはないようです。

関理事長　ありがとうございました。大森課長、本年一二月後の金融機関への開放の姿ですけれども、今回の御苦心の法律改正では、結局、証券仲介業を行う金融機関は、「証券仲介業者」にはならずに、証券取引法第六五条第二項ただし書で認められる銀行等の証券関係業務の範囲を、証券会社の委託を受けて顧客のために行う株式ブローカー業務等に拡大するという法律構成になっています。銀行等が、既に登録機関になっていれば、その登録の内容を変更（追加）することによって「証券仲介業」を行うことができるわけですが、そういう理解でよろしいでしょうか。

大森市場課長　そうなのですけれども、それはどちらかといえば、立法技術上の問題だと思います。証券取引法の「証券仲介業者」は、金融機関以外の者が証券会社等の委託を受けて証券業務を行うという定義になっていて、また、金融機関以外の者が「証券仲介業」を行う場合には証取法六六条の二の規定により登録を受ける必要があり、その登録を受けた者を「証券仲介業者」と定義し

ています。証券会社等の委託を受けることが前提になりますが、証券仲介業として行う株式売買委託の取次ぎ等は証券業務に含まれ、金融機関の場合には、六五条一項がある限り証券仲介業ができないことになるので、六六条の二の条文はそのままにしておいて、金融機関が行う場合については、六五条二項の四号等で、その例外業務の範囲を広げるという形で法律上の規定整備を行ったわけです。

なお、金融機関の証券仲介業については、当初の構想では、登録金融機関は証券仲介業の認可を受けたうえで行えるというようにする、現行の店頭デリバティブと同じような扱いにしていたのですが、与党の法令審査の過程で、この御時世に認可制などという裁量的な仕組みは適当でないという御意見が強くあったものですから、結局、登録金融機関の業務範囲の拡大の一つとして証券仲介業務が行える、そういう法制になっているわけです。

関理事長　投資家に対する適正な勧誘を確保するという観点の法規制については、証券仲介業者の業務、登録金融機関の証券仲介業、証券会社や登録金融機関自身の業務等において、同じ内容になっているのでしょうか。

大森市場課長　当然同じような法規制を行うことになります。具体的には、顧客に対する誠実義務、適合性原則の遵守の徹底、禁止行為等について同様の規制がそれぞれについて適用されるよう規定が整備されております。

適正な投資勧誘の実現と証券会社のアナリスト問題

関理事長　ずっと証券仲介業のお話を聞かせてい

ただきましたが、そこでも一番大切なのは、個々の投資家に対する投資勧誘の問題になると思います。しかし、これは証券仲介業者だけでなく、証券会社や登録金融機関の証券業務でも同じですけれども、後藤課長、最近の証券会社等の営業姿勢や法令遵守体制についてどう評価されますか。少しずつよくなっていることを期待しているのですけれども、やっぱりまだまだ問題点があるというお感じでしょうか。

後藤証券課長　私自身の実感としては、一般論として、各証券会社の経営者や担当者は相当努力をされているのではないかと認識しております。ただ、残念ながら、何件か不良外務員による違反行為といったものが相変わらず生じているのも現実なので、コンプライアンス担当の方々に対するセミナーとか説明会といった機会に、私自身も内部統括責任者に対する講演などをさせていただいて、日頃からコンプライアンス問題の認識を徹底してもらうよう努力しております。

三月期決算は先ほど話したように、非常に好転してきたわけですけれども、取引が活発化してきますと逆にコンプライアンスが手抜きになってしまう、手薄になってしまうという裏腹な関係もありますので、ここはしっかりと適正な営業姿勢で法令遵守に取り組んでいただきたいと思います。万一、ここでまた不祥事が続発するようなことになると、折角株式等に関心を向け始めた個人投資家等の信頼を裏切ることになってしまうので、監督当局としては、うんざりされるほど各社に対し繰り返しコンプライアンス体制の強化を求めております。

そして、コンプライアンスの関係においても、従来型とかなり形態の違った証券業が出ていますので、それらに即応してきちんと対応することを

お願いしているところです。また、リスク管理に関しても、通常の証券業や付随業務以外の部分におけるリスクが本業の方にどう影響してくるかということも含めて、十分に徹底してほしいところです。

外国証券会社についても、証券取引等監視委員会の個別の勧告を受けて行政処分される事例が多くなっております。これに関しては、日本の法令に関して慣れていないという面がありまして、まず、日本の制度、法令について熟知していただきたい。また、人事異動が結構頻繁にありますけれども、そうした異動があってもコンプライアンスの体制は常にきちんと整備しておくことが必要です。あわせて、コンプライアンスについて日本側の拠点ばかりでなく、グローバルに責任を持つ本国側にも日本の制度等を理解する人を置いて、双方できちんと対応してもらうことが必要です。この点も、外国証券会社の方々が集まる会合等で、当局として要請しているところです。

それから、特に注意しなければいけないのは、我が国において証券会社という形をとっていましても、実際には、その役職員に外国の銀行の一部局であるというような意識が、あるいはそれに近いような意識が認められることが相変わらず多いということです。日本で証券業は独自の規制のもとに置かれているのだということを、外国金融グループ全体において、経営責任者、内部管理責任者等が十分認識する必要があることを改めて強調しておきたいと思います。

また、外国業者が日本の市場では余りなじみのないような複雑な商品を持ち込む場合がありま す。日本の投資家が有するいろいろなニーズに対応して国内業者が提供していないような商品を積極的に導入することは、市場活性化という面など

から見て望ましいことと思いますが、往々にして投資家に十分な説明がなされないままに販売され、後になってトラブルが発生するケースもありますので、投資家の置かれた状況に相応しい適切な説明をしたうえで、販売活動を行うべきことを強く求めているところです。

関理事長　適合性原則の関連では、中堅証券の事例だと思いますけれども、証券取引等監視委員会の検査において問題点が発見されて、委員会の勧告に基づいて処分が行われているようですが。

後藤証券課長　適合性原則は証取法四三条の一号に書かれており、従来から重要な原則であると認識しておりますが、今まさに顧客の立場に立って顧客重視の営業を行うことが求められていることから、証券会社の役職員等はこの原則の重要性を一層きちんと認識する必要があると考えています。

それは、顧客に接する営業担当者が顧客側の属性、知識や経験や資産の状況とか投資目的というものをしっかり押さえたうえで投資勧誘をすることが重要であることに加えて、会社全体として、経営者が営業員任せにすることなく、この原則を営業活動にきちんと定着させるという姿勢を貫くことが重要であると思います。

御指摘のあった初の処分事例は、そうした観点から不適切な対応があったものと判断して、会社自体が処分の対象となりました。

関理事長　ここで、別の問題に移りますが、アメリカの企業不祥事対応の一環として、証券会社のいわゆるセルサイドのアナリストに発生した利益相反問題がクローズアップされて、種々の対応策が講じられましたが、我が国でも、日本証券業協会の自主規制においても細かいルール整備が行われました。それについてもお話いただければと思い

ます。

また、監視委員会の勧告が外国証券会社のアナリストの行動についても行われましたが、アナリストとして入手した情報を自分の取引に利用したという、あまりにも基本的な違反行為であることにややびっくりいたしましたが、その問題も含めて、後藤課長お願いいたします（資料11―②参照）。

後藤証券課長　日本証券業協会には、アナリストの問題についても従来から問題意識を持って取り組んでいただいており、具体的なルールを昨年四月に整備したばかりだったのですが、ＩＯＳＣＯで昨年一〇月にアナリストに係る原則がまとめられ、それを踏まえて、さらに見直す必要がないのかを検討するワーキング・グループを協会内で立ち上げていただき、所要の改正が実現しました（資料12参照）。アナリストに関する協会の現行ルールは、国際的に見ても遜色ないものであると考えており、ＩＯＳＣＯにもその改正内容は報告してあります。

最近のＩＯＳＣＯの動き

関理事長　「エンロン・スキャンダル」に関連して、ＩＯＳＣＯでアナリストの行為規範をつくるという作業では、その作業部会の座長を金融庁が担当されたこともあって、そのような国際的な流れを国内に反映させて、協会の理事会決議という形でまとめられたように思うのですけれども、松尾企画官少し説明していただけませんか。

松尾国際課企画官　ＩＯＳＣＯは、アナリストについての原則をまとめるに当たって、二段階の作業をしました。一段目は、アナリストの利益相反について調査する報告書を取りまとめることであ

り、これは証券アナリストに関するプロジェクト・チームが担当し、その議長が私の前任の金井前企画官であり、日本として大きな貢献を行ったと思います。二段目として、その報告書を踏まえて、「セルサイド・アナリストの利益相反に対処するための原則」を策定して、公表したわけです。

国内では、今年の三月に日本証券業協会のアナリスト・レポートの取扱い等に関する理事会決議の一部改正が行われましたが、それにより、いわゆるセールスピッチとロードショーへのアナリストの参加禁止が規定されました。セールスピッチは、証券会社の引受部門または投資銀行部門の業務に関して行う企業等への提案活動であり、ロードショーは、証券会社または企業等が引受部門または投資銀行部門に関して行う投資家への説明会のことです。あわせて、証券取引等監視委員会の建議に基づいて、外部アナリストいわゆる独立アナリストの利益相反について対処するための措置も入れております。これは、アメリカでも含まれていない原則でして、国際的にも非常に先進的なものになっていると思っております（資料12参照）。

関理事長　今後その部分も国際基準に含めることになるのですか。

松尾国際課企画官　特にセールスピッチとロードショーへの参加につきましては、国内でもいろいろ議論があったのですが、最終的に禁止することになりましたので、まさにＩＯＳＣＯの原則に沿った形になっております。アメリカでもイギリスでも、まだセールスピッチ、ロードショーの参加禁止についてどう運用するかということは何も書いていないのですが、我が国ではそれでは実際に運用できないので、非常に細かい解釈規定も入れ

たわけであり、また実務的なQ＆Aもつくり、その意味でも非常に緻密なものになっておりますので、これは国際的にも誇れるのではないかと思っております。そこで英文資料もつくって広報をしているところです。

関理事長　今、ＩＯＳＣＯのアナリスト問題への取組みについてご説明いただきましたが、松尾企画官、引き続いてＩＯＳＣＯの最近の動きについて一般的に話していただけますか。

松尾国際課企画官　ＩＯＳＣＯの最近の動きといたしましては、基本的にはエンロン事件に端を発した諸問題の対応として、必要に迫られている国際的な原則を策定する作業を進めているという状況です。去年九月には、今お話した「セルサイド・アナリストの利益相反に対処するための原則」とともに「信用格付機関の活動に関する原則」を公表しております。信用格付機関の問題につきましては、より詳細なものとして、信用格付機関のコード・オブ・コンダクト（行動規範）を現在策定中でございまして、本年の一一月頃に完成させることを目標に作業をしているところです。

もう一つ動きがあるのは、先ほど申した昨年一二月のイタリアのパルマラット社の事件、これは日本ではそれほど大きな取り上げられ方はしていない事件ですけれども、ヨーロッパでは相当インパクトがあったものであり、幾つかの問題を提起したと受け止められております。エンロン社の破綻が提起したのと同様の課題であり、コーポレート・ガバナンスのあり方ですとか、外部監査人の問題ですとか、もちろん格付機関、アナリストの問題も含めて、共通しているのですけれども、エンロン社との違いは、パルマラット社が例えばケイマン諸島の子会社が資金調達をしていて、そこで不正行為があったということなので、そこには

国境をまたがる問題が存在しておりまして、特にオフショア金融市場に対してどのような協力を求めていくかということが課題になっております。このオフショア金融センター（ＯＦＣ）の問題については、ＩＭＦも取り上げています。

そのほか、最近の流れとして、二〇〇一年九月の同時多発テロ事件、テロ資金の関係で、マネーロンダリング対策ということが大きな動きでございまして、中心になっているのは金融活動作業部会（ＦＡＴＦ）です。ＦＡＴＦは、金融全般にわたる本人確認原則を定めていますが、ＩＯＳＣＯとしても、証券分野における本人確認原則というのを定めまして、今年の五月に公表しております。そのような動きになっております。

関理事長　ありがとうございました。マネロン対策とかテロ対策で、広義の金融取引における本人確認というのが単行法（「金融機関等による顧客等の本人確認等に関する法律」平成一四年法律第三二号）に整備されました。その段階で、日本としては国際的な水準の対応ができたと胸を張れる状態になったといえるわけですね。

松尾国際課企画官　国際的な水準になっていると思っております。

関理事長　その関係で、時々散発的に事件が新聞に出ますけれども、マネロン行為として問題になる行為というのもある程度発生しているのでしょうか。

松尾国際課企画官　直接の担当ではないので一般論で申し上げますと、マネロン対策として組織的犯罪処罰法に基づいて疑わしい取引の情報は金融庁に置かれた特定金融情報管理室に集約されて、それは刑事当局に必要に応じて回付するという仕組みになっておりますので、その仕組みが有効に機能しているのではないかといわれております。

関理事長　さっきお話のあった格付機関のコード・オブ・コンダクトというのはどういうものになるのですか。

松尾国際課企画官　これには、非常におもしろい背景がありまして、ヨーロッパの中で格付機関というのは、国際的に活動している大手三社、ムーディーズ、スタンダード＆プアーズおよびフィッチであり、日本では、金融庁の指定格付機関の中でも独自の日系の二社があるのですけれども、ヨーロッパの中ではそんなに大きなヨーロッパ独自の格付機関はないのです。このため、ヨーロッパの人達は、米系の格付機関が行う格付に対してかなり納得していないというところがありまして、ＥＵの中で格付機関を監督してはどうかという議論があるわけです。それに対して、格付機関を監督するのは適切でないという国際的な意見もあり、その中間的な立場で、格付機関についてより詳しい行動規範をつくろうという作業になっているわけです。

関理事長　行動規範をつくるということについては、アメリカ側も賛成という意見なのでしょうか。

松尾国際課企画官　むしろアメリカが熱心に主張しております。

関理事長　アメリカでも、ＳＥＣでしたか、格付機関について新しい起案を出すということですが……。

松尾国際課企画官　ＳＥＣは、昨年一月に格付機関に関する報告書、昨年六月にコンセプト・リリース（論点整理）を公表しており、現在、規則の見直し作業をしておりまして、近いうちに提案を出すといいつつ、まだ出されていません。この背景には、委員の間で意見の対立があるようです。

関理事長　最近ＳＥＣから公表された、投信会社の社外重役の基準をつくるという規則案について も、やはり委員会の内部の意見が割れていると報道されています。

松尾国際課企画官　投資会社のカバナンスの問題、格付機関の問題、ヘッジファンドのアドバイザーを登録させるかどうかの問題も、委員の間で意見の対立がある問題のようです。投資会社とヘッジファンドについては、ＳＥＣは規制強化の方向で動いており、格付機関について今後どう動くかというのを注目しています。

関理事長　本年五月、アンマンで開催された年次総会において、ＩＯＳＣＯは、今後の取組み課題を整理して公表していたようですが（資料13参照）。

松尾国際課企画官　それは二つありまして、今お話したパルマラット事件が提起した課題への対応と、もう一つは信用格付機関の行動規範の作成であり、まだ途中になっていて今年の秋に向けて作業を進めていくというメッセージを発表したものです。そのほか、先程触れた本人確認について、証券業界における本人確認原則を定めております。

関理事長　そのリリースには、例えば特別目的会社、複雑な会社構造の利用や複雑な株式所有構造というテーマも書いてありますが、これは何を議論することになりますか。

松尾国際課企画官　パルマラット社が、エンロンもそうなのですけれども、特別目的会社（ＳＰＣ）を使って資金調達をしていたとか、非常に複雑な子会社と孫会社がある構造で、なかなか企業の全体像がよくわからない。全体像を把握できるようにするためには何が必要かという議論です。また、ＥＵでは、特別目的会社の連結財務諸表に

おける取扱いをどうするかという議論も行われています。

関理事長　そういう特別目的会社を利用して証券化とか企業のガバナンスのいろんな仕組みを組み立てていく、そういう原則自体は前提として認めているわけですか。

松尾国際課企画官　ええ。それ自体を否定するような動きではございません。

証券税制の今後の課題

関理事長　ここで話題を変えますが、証券税制の懸案事項の一つに公社債売買に関する課税問題があります。実務上税制に起因して課税玉、非課税玉という二種類の取引が発生せざるを得ない状況がずっと続いてきました。その是正はなかなか進まないが、もちろん海外投資家の国債取得を円滑にするための改正等は行われていますけれども、中村企画官、この問題について最近の動きを少し説明していただけませんか。

中村政策課企画官　これもビッグバン以来の大きな課題であり、この一〇年間、当時大きな問題と思われていたことは大分整備できてきていて、特に平成一五年度税制改正で、国債の利子について、資本金一億円以上の内国法人について源泉徴収を免除するという規定が入りましたので、かなり進んだという感じはします。その背景には、取引の現状、決済インフラが整備されてきたということが大きな要因になっていると思います。

当時を思い起こせば、国債についてもまだ登録債が過半数、六割ぐらいを占めていたと思いますが、振決債より登録債が多い状況であった。その後、日銀が国債市場改革で決済制度を改正することによって、振決債の方への移行が進んだ。社債

についても振替決済制度が整備されてきたということが、税制面の見直しを実現させる大きな要因になりますから、これからも引き続き決済制度の進展や定着状況をみながら、税当局側へも働きかけていきたいと思います。

大きな問題は随分軽減されてきたように思いますが、実務上使いにくいところがまだまだ残っているのかもしれません。公社債利子の源泉徴収の分野では、実務サイドからもう少し実態も教えていただいて、直すべきことがあれば引き続きそれに取り組み、決済システムの進展状況とセットで理解してもらうようにしていけば、さらなる改革もできると思っています。

課税玉、非課税玉に関係して、法人の源徴免除制度も事業法人に拡大されてからあまり時間がたっていませんが、その影響はどうでしょうか。しかし、その免除を個人や中小企業にまで適用しようとすると、そこはなかなか難しいと思います。これも、個人が公社債流通市場でどれぐらいのウエートを持っているかということに関連するでしょうが、公社債税制では、金融所得の一体課税の議論と関連して出てきた、個人の公社債譲渡益がずっと非課税になっているのはそれでよいのかという問題もあります。これについても実務や実態を伺って、改善すべき点があれば取り組みたいと思います。

関理事長　個人の国債消化については、どちらかというと個人保有国債のような商品がどんどん出されるようになってくるでしょうし、社債はまだ個人消化は、もちろん個人向け社債というのはありますけれども、量的にそんなに多くないですから、本当に個人投資家の公社債消化が進むようになれば新しい税制改革が必要になりますね。

お話を伺っていると、税制の分野でも、本当に

証券市場の機能を重視して、その発展に合わせた証券税制を組み立ててきたわけなのですけれども、我が国の現状というのを国際的に比較してみると、どのように評価できるのでしょうか。

中村政策課企画官　諸外国と比較してみて思いますのは、どこの国でも、リスク資産の扱いや金融資産から出てくる損の扱いは難しい問題ととらえているように思います。まず、果実とキャピタル・ゲイン（ロス）との整合性についてですが、各国の扱いは異なっております。順番的にいうと、北欧が比較的一体化が進んでいて、評価していいのかなと思います。欧米はまだ一体化は進んでいません。御承知のように、例えば果実とキャピタル・ゲイン（ロス）を区別しようとしても、ゼロ・クーポン債みたいなものが出てきてしまうと同じことなので、どうしても両者を切り分けるとうまくいかない部分が出てきます。このほか転換社債の問題についても、株と公社債の両方の性格を持っています。株だとか公社債だとか典型的な商品を念頭に税制をわけると、中間的なものの取扱いが難しくなるので、一体化したほうが取扱いは容易になります。

配当については、ヨーロッパ等で、最近、配当課税の改正が進んできていて、ドイツ、フランスでは利子の二分の一で課税することになっているようです。利子課税とのバランスで見るべきなのか、総合課税にするのか、他の所得とのバランスで見るべきなのか、いろいろな見方があるので単純にはいえませんけれども、配当課税については概ね利子の二分の一くらいの感じで整備されつつあるのかなという感じです。アメリカでも最近の改正で配当もほぼキャピタル・ゲイン並みの課税になっています。その辺の整合性というのも一つの見方です。日本では今税率一〇％でそろえてい

るわけです。

もう一つが損の扱いです。リスク資産の扱いは、実はなかなか難しいのですけれども、日本は株式の方に利子と比べてより低い税率、約半分という税率を定めていますから、多分リスク性に配慮している、少なくとも結果的にはそうなっていると思います。

さらにいえば、特定口座をつくって投資家の事務負担を軽減するような方策も講じていますから、この二〜三年で、日本の証券税制は、世界でもかなり進んだ方の部類に入ってきたといっていいのかなと思います。かつては有価証券取引税があったりしたのですけれども、随分変わったなということができます。しかし、果実と原資産の損益、それらの通算については、先進国は余りまだ取り入れられておらず、北欧が進んでいるという感じですから、その辺が今後の課題かなと思います。

関理事長　国際的な証券税制の流れを整理していただき、ありがとうございました。北欧の話が出てきましたが、いわゆる二元的所得税論、金融所得と勤労所得の課税とを区分して行うという考え方については、金融庁としてはどのように考えておられるのですか。

中村政策課企画官　政府税調は比較的近時の答申で、あるいは本年六月の報告でも、二元的所得税そのものについてはかなり疑問を持つような表現を入れております。これは、所得税は総合課税を原則にする建前は多分変えられないのでしょうから、そういう立場に立つ以上、二元的といって質的に違うのだというような議論を、税制当局が正面から受け入れるのはなかなか難しいのかもしれません。

しかし、「金融所得課税の一体化」といってい

る内容は、現実の姿としてはそう違うものではないと思うので、あとは私の個人的な意見になりますけれども、原理的に二元的というよりも、実際に金融所得の一元化を進めていけば、現実的な解決策としてはそれでいいのではないかと思うのですけれども。

関理事長　二元的所得税論というのは、私の前任の小山理事長時代に私どもの研究会で取り上げて、引き続きずっとフォローしてきたものです。早稲田大学の馬場先生を中心として一年半ぐらい検討を行い、最近その成果を本にまとめております。実際にその考え方の税制を適用するためにはいろいろやらなければならない問題があるということだと思います。

中村政策課企画官　金融から生まれる所得と他の所得は、限界的な部分は難しいところがあるのですけれども、性格の違いはあるのだろうと思います。税制における取扱いも所得に応じて差異があるというのが現実だろうと思います。

関理事長　金融所得は、一たん課税した所得を運用したものから、再度発生する所得であるという議論はあります。

中村政策課企画官　それもありますね。ただし、税制の方は質的にそうだということはなかなかいってくれないのですが、実務上の必要性や足が速いといった特性をみてといった、税制として受容できる範囲で対応しているわけです。

関理事長　配当課税についても、法人税と配当課税の問題がありますね。

中村政策課企画官　そうですね。配当の二重課税の調整は、法人税があるがゆえの措置であるという理解が一般的ですけれども、このほかリスク資産に対する配慮であるというような見方もあるかもしれません。

関理事長　最後に、リスク資産への配慮という関係では、政策的な重点事項になっている新興企業対策との関連の税制が多く議論されています。ベンチャー企業への投資を活発にするために、既に税制上のいろんな配慮がされているのですが、この面では、金融庁側でも、引き続き配慮が必要であるとお考えですか。

中村政策課企画官　ことしは、グリーンシート銘柄に対してもエンゼル税制を適用する措置が設けられています（資料6参照）。引き続き新興企業向けの政策税制も検討していきたいと思います。

投資信託等の資産運用サービスを巡る諸問題

関理事長　ここで、山崎さん、また投資信託の話に戻りたいと思います。前の方でディスクロージャー制度について大森さんからお話がありましたが、今国会の法改正において投資信託の目論見書制度の見直しがさらに進められ、一段と投資家のためになるように、またディスクロージャーの趣旨からみてもよい仕組みができたと思いますが、山崎さん、これについて説明していただけますか。

山崎市場課企画官　投資信託については平成一三年の証券市場の構造改革プログラムから、何とか投資家に分かり易い商品にしたいということで取り組んできましたが（資料9参照）、実際にディスクロージャーの内容を見ると、はたして通常の投資家が必要なものなのかどうなのかよくわからない、大変分厚くてどこを見ればいいかわからないという状況で、一昨年には政省令レベルと投資信託協会のガイドラインで可能な範囲で分かり易い目論見書の改善を行ったのですが、今年はより

抜本的な改正を行うこととして、投資家に必ず渡す部分、要求があったら渡す部分、公衆縦覧部分といったように、全体を三分割するという法改正が成立しましたので、分かり易いという面ではさらに前進したと思っております（資料1参照）。

関理事長　三段階になった場合に、二段階目の請求をする投資家というのは、実際問題として相当数いるのでしょうか。

山崎市場課企画官　それは審議会でも議論がありました。情報はたくさんあればあった方が投資家としてはありがたいという意見もありましたが、実際個人の方に聞いてみると、やはり本当に必要な情報が分かり易く示される方が望ましいという意見が多かったように思います。二段階目を要求する方がどれぐらいいるかは、本年一二月以降実施してみないと分かりませんけれども、現実的には、目論見書以外の業者が用意する販売資料等で購入を決められる方が多いというのが実際の感覚のように思います。

関理事長　個人投資家との関係では、やはり販売資料という制度をどう上手に使うかというところが決め手になりますね。

山崎市場課企画官　そうですね。目論見書のような法定資料よりも、実際には、証券会社や銀行がどうやってお客様に対応するか、お客様に適合した勧誘をされるかということが投資家保護の大きなポイントになることは間違いないと思います。

関理事長　また、投資信託については運用の仕組みが随分多様化していて、投資信託の運用者が別の専門家を利用する、その専門家がまた別の専門家を利用するとか、複雑な運用方式が可能になっていると思いますけれども、そうした運用面の体制整備や実際の運用能力というのをどうやって測定するのかは難しいけれども、そういう面では最

近何か見るべきところがありますでしょうか。

山崎市場課企画官　一昨年来投信会社については、委託会社としての体制、プロセスの整備をお願いし続けているところです。そろそろ成果が出てくるではないかと期待しております。

関理事長　ずっと市場自体のパフォーマンスが余りよくなかったですから、運用成果を問うのも気の毒だという面もあったと思うのですが、運用のプロとしてはそうもいっていられないだろうし……。

山崎市場課企画官　確かに、ここのところの株式市況が大分よくなってきて、投資信託に資金が流れてきていることも確かです。また、新しいＲＥＩＴなどもここ二年ぐらい大変大きな市場に発展して、配当利回りも大体三％から四％ということで、商品も拡大してきています。

しかし、一方でＲＥＩＴなどでも、まだ個人投資家の比率は低くて、どうしても運用先を求める地方銀行等が買っているといった状況にあるようです。

関理事長　証券化改革や投信改革といっても、私募的な市場というか機関投資家だけの市場になっていて、個人は、どちらかというと外貨建ての、配当が頻繁にあるような商品に向かってしまっているようですね。途中で出ましたけれども、コーポレート・ガバナンスの改革において、機関投資家としてもっと積極的な役割を果たすべきであるという議論があります。これは、投資信託、投資顧問、さらに投資顧問の裏にいる年金等の運用主体のそれぞれにおいて直面する問題があって、これも、外国でも議論されているテーマだと思いますけれども、我が国の現状をどのようにお考えですか。

山崎市場課企画官　やはり、海外の例を見ると、

カルパースのような有力な年金基金が大変強い発言力を持っていて、いろいろな制度改革でも機関投資家の代表が議論に参加するのは当然のようになっております。例えば、米国の公開会社会計監督委員会（ＰＣＡＯＢ）では、そのボード・メンバーには機関投資家が含まれている。伝統的な銀行の金融システムでは、恐らく銀行審査というものが大きな機能を果たしていたのでしょうが、証券市場の機能発揮ということを考えると、さまざまな方がマーケットを維持していこうという責任なり役割を果たしていかなければ、マーケットはうまく維持できないという面があると思います。

ですから、機関投資家も、コーポレート・ガバナンスという観点から、明確にそれぞれの立場から、議決権行使をしていくという貢献が求められる時代になっているのではないかと思います。

関理事長　最近、まさに動いている問題だと思いますけれども、投資顧問業と証券会社との関係です。懸案の証券会社のラップアカウントをいよいよ実施に移すという問題については何かコメントをいただけますか。

山崎市場課企画官　アメリカのシステムでは外務員ラップという制度があり、証券会社は、証券市場を見るプロとして顧客に必要なアドバイスをしていくのは当然なことになっています。しかし、我が国では、さまざまな不祥事などもあって、そのような投資一任業務をディーラーや証券会社には認めていなかったわけです。もちろん、仲介者として、どうすることが望ましいかは広く議論すべきことですが、今回、外務員ラップができるような法改正が実現したので、今後仲介者がその専門知識に基づいて投資家に対して適切にアドバイスをしたり、一任的運用が行えるのは望ましい姿なのですが、もしこれがうまく機能しなかった

ら、逆にその仲介業者に対する投資家の信頼を失ってしまうことになるというかなり際どい選択をしたということになります。この四月より法律が施行されていますが、コンプライアンスには十分留意していただき、この制度が定着・発展していくことを期待しています。

関理事長　対面取引とか投資家に対するアドバイス機能とかいうことで、今非常に注目されているのは、昔からあるラップアカウントの導入という問題です。これは、証券会社の兼業の範囲を広げて、投資顧問業を認めたうえ、ラップアカウントを行えるようにするという考え方ですが、その場合に、今度は投資顧問業者という立場とブローカーとして投資勧誘するという立場をどう調和させていくかという問題が潜在的にありますので、これについて今議論されていると思うのですけれども、大森課長、差し支えない範囲で何か説明していただけますか。

大森市場課長　法が禁止している利益相反を防ぐために、必要以上の規制を課してきていたのではないかという意識が基本的にあるわけです。特定の投資顧問の顧客の利益を図るためにブローカー業務の顧客が犠牲になるとか、あるいはその逆もあるかもしれませんが、そういったことが行われないようにするために、両者を完全に遮断するというのであれば、そもそも何のために兼業するのかという話になるだろうと思うのです。

証券会社の営業マンが、投資家から、「あなたを信頼するから運用してほしい」といわれて、「私は信頼されてはいけないことになっている」というのも、ばかげた話であって、異業種のファイアーウォールということはどうしても残ってしまうとは思うのですけれども、もう少しプラクティカルに考えて、証券会社として顧客の資産運

用を請け負いやすくする、少し気持ち悪さは残るのですけれども、そういった仕組みをこの四月から考えさせていただいたつもりなのですが。

関理事長　今それが着々と実施段階に入っている感じですか。

大森市場課長　かなり検討はされていると思いますね。

関理事長　それが証券会社の資産運用サービスとして、いい効果が出てくることを期待したいですね。

少し各論的なお話を続けましたが、全体としての証券化の流れ、投資信託改革の流れ、あるいは最近のいわゆる市場型間接金融という仕組みの展開について、どのようにみておられますか。

山崎市場課企画官　難しい質問ですね。松尾さんが説明されたＩＯＳＣＯでも、投資管理常設委員会という検討の場があって、例えば、投資信託のパフォーマンスを国際的に比較できるようどのように表示するのがベストかとか、投資管理のリスク評価をどうすべきかとか、手数料についてはどういうように表示していったらいいかとか、個別のさまざまな論点に関してペーパーを出しております。

このような国際的な流れもそうですし、国民に対して分かり易い投資信託にするにはどうするかといった当然の要請もあるわけで、そういった流れをどうやって業界として真剣に受け止めて改善を進めるかが依然として大きな課題であると思います。

新しい投資信託法ができてちょうど五年目に当たるわけで、ある意味ではこれからの一年間というのは、答申を踏まえて具体的に考え実行していく重要な一年間になるのかなと思います。

それから、先ほどの国際的な流れの関係から申

し上げれば、ＯＥＣＤでもコーポレート・ガバナンス原則の改定に取り組んでおり、機関投資家の議決権行使についても議論されていたのかなと思うのですが、こういった問題も真剣に議論する時期に来ている。そういう意味では、投資信託は、課題山積み、実行待ったなしというところに来たという感じがしております。

関理事長　アメリカで最近投資信託の分野で起きている問題が二つあります。特別の顧客に対して正規の時間の終了後に注文を受けても、それに時間内の注文についてのみ適用することになっている当日の価格で取引したというレートトレーディングと、特定の投資家だけにひんぱんに短期売買することを許容したというマーケット・タイミングとの二つです。また、投資信託のトレーダーや運用者がその業務に関して得た情報に基づいて自分自身の取引を行い利益を得ていたという問題も起きています。我が国の投資信託については、そのようなレートトレーディングやマーケット・タイミングというようなことは絶対に起きない体制になっているのでしょうか。

山崎市場課企画官　我が国の場合は、法制上投資家には平等な扱いをしなければいけないということになっておりますので、アメリカのように、例えばマルチ・クラス・シェアというか、各ファンドを分割して投資家毎にそれぞれ手数料が違うといったようなことはないので、そのような行為は起こりにくい状況にあるのかとは思います。

松尾国際課企画官　ちょっと補足しますと、ＩＯＳＣＯでもレートトレーディングは明らかに違法行為である、マーケット・タイミングの方は微妙なところがあるということで、後者については、今検討作業が始っているところです。また、アメリカで問題になっている投信のガバナンスの問題

についても検討を開始しているところです。どういう結論が出るかは、まだ見えているわけではないのですけれども、これからの作業に参画しつつ、その過程で当然日本の制度はこうなっているということを作業にインプットしていきたいと思っております。

関理事長　だんだん時間がなくなってきました。残されたテーマを順次取り上げたいと思いますが、まず三井室長、さっき触れられました差止め命令制度の導入の今後の可能性はどうなるかということと、もう一つ、これは今回実現したものですが、非常に重要な民事責任規定の見直しについて少し説明をお願いします。

三井調査室長　差止め命令制度ですけれども、金融審議会の報告書では、行政でできるようにしろという御報告をいただいています（資料7―②参照）。経緯から説明しますと、現行の証券取引法一九二条に、差止めを裁判所に申し立ててその命令をもらうという制度があります。これは、アメリカに全く同じ規定がありまして、アメリカではそれを多く使って行政のエンフォース（執行）がされてきましたが、場合によっては、裁判所に持ち込んでいると迅速に進まない等の問題もあって、ＳＥＣの行政手続として行政審判を行う、あるいは和解で処理するといった方向に進んできているということであります。アメリカと全く同じような道筋をたどるとしても、今後は、おそらく行政手続を活用するという方向が自然な流れではないかと思います。

実際に、我が国の裁判所は非常に民事訴訟も多く抱え、その処理を迅速化するということが課題になっていますし、必ずしも証券、金融に詳しい裁判官ばかりでもないということを考えると、行政手続の活用が望ましい方向ではないか。また、

従来型の日本独特の行政訴訟の形態は、まずは行政が具体的な処分等を提示して、もしそれに対して当事者に不服があるのだったら、それが違法か、正当かということを裁判所が事後的に判断するという仕組みですので、アメリカのように、最初から何か処理してほしいというように抽象的に裁判所に持ち込んで、裁判官が総合的に事情を勘案して、最も適切と思う処分をその良識に従って裁量的に命令するというのは、なかなか我が国の制度としてなじまないということもあると思います。そういう意味からも行政手続でいく方が望ましいし、日本の従来からの枠組みにも合っていることや、一九二条が従来全く使われていないということを考えると、総論的な方向としては金融審の報告のとおりだと思っています。

関理事長　差止め命令の内容はどういうものになるのですか。

三井調査室長　具体的にどうするかということなのですが、アメリカでは何か悪いことを差し止めるといえば簡単なのですが、その中身は極めて広範なものになっています。基本的には、ほとんどの事案は、過去の具体的な違反事例についてそれが違反であったということを宣言をして、将来同じようなことを繰り返してはならないということを主文に掲げるという形の差止め判決・差止め命令のようです。

それに加えて、付随的救済命令、原語では、アンセラリー・リリーフ（Ancillary relief）というそうですが、差止め命令（injunction）を発する際に、衡平法裁判所（equity court）の権限として付随的に下される命令があります。この命令は、正義、公平の観点から柔軟な措置が定められることが特色であり、その内容は多様です。例えば、①過去の違反を矯正する観点から、違法に得

た利得を「吐き出せ」(disgorgement) とか、②被害者救済のために被告の財政状態を維持する観点から、管財人 (receiver, monitor) を指名し、その支出や収入はこの管財人の承認がないと処理できないこととするとか、③被害者を違反前の状況に回復する観点から、連邦証券規制違反により結ばれた契約を取り消したり、あるいは、④将来の違反を防止する観点から、事件を調査するための特別顧問を指名したり、違反者が法人である場合には既存の役員等の権限を一時停止して独立取締役を指名するなどの例があります (黒沼悦郎「アメリカ証券取引法」弘文堂、二一五ページ参照)。

恐らく、戦争直後に証券取引法に差止め命令という制度を輸入して一九二条に翻訳した人は、そういう条文を書けば、日本の裁判所はみんなやってくれると思ったかもしれませんが、日本にはそういう裁判所の伝統がないので、法律で事例ごとに、全部書き下していかないと動かない。先ほど申し上げたように、流れとしては行政で差止め命令を発するのが望ましい方向であるとしても、アメリカで一番使われているのが、過去の事例を違反だと宣言して、将来繰り返してはいけないという宣言であるとすると、それはむしろ課徴金をかけるとか、本当に悪質なものは刑事で処罰するというのが最も直截な方式であろうかと思います。

また、違法行為がまさに行われようとしているとか、違法状態があって、それを是正させるために、アメリカでよく使われているのは、業者が悪いことをやっている業務体制を変革させるというものです。また、株式等の募集や売出しを行うような場面でディスクロージャーが不適切であるような場合には、開示書類を変更させるとか、あるいは募集等を停止させて、状況を改善させてから

実施させるということになろうかと思います。

さらに、後者的なものとして、有価証券の募集に限らずに、怪しげな金融商品と称してお金を集めて、日本でやれば出資法違反になるような事例に対処するために、アメリカでは、「テンポラリー・ディストレーディング・オーダー」と呼ばれる、一時的な緊急停止命令が発せられることもあります。

関理事長　日本ではどういう姿になると考えられますか。

三井調査室長　日本に置きかえると、最も需要が高そうなものとしては、課徴金を急いで導入するということと、それから業者に対する業務改善命令は既に証取法五六条一項にありますから、引き続き活用していくということになります。資金調達の場面では、証取法一〇条等の有価証券届出書の訂正命令と効力停止命令という、現在は余り使われていない制度があります。これらをどのように使えるように改善していくか、もちろんそれに限られるものでなくて、アメリカの状況を参考にしながら、付随的な求償命令として使われているものは、例えば、証券詐欺を行った証券会社の資産を凍結するとか、あるいは資産管財人を金融庁から送り込むとか、あるいは取締役の資格を剥奪するとか、弁護士や会計士の業務を停止するとか、非常に幅広い権限を創設することが想定されますが、今回限られた時間内で法制的な整理が十分つけられなかったこともあって、今後引き続き勉強していくことになろうかと思います。

次に、民事責任の方なのですが、現状では、発行市場について、虚偽や誤解を招くディスクロージャーがあった場合には、原告は、自分が買った証券の値段と、それから実際に虚偽であることが表面化して、株価が下落した時点での株価との差

額について、因果関係も損害額も立証しなくとも、被告（有価証券届出書の届出者）の方が原告の被害と虚偽記載との間に因果関係がないということを立証しない限り、賠償金は取れるという制度が証取法一八条、一九条等として既にあります。

しかし、流通開示についてはそういう制度がなく、原告が全ての挙証責任を負うというようになっています。もし、流通開示に違反があり、例えば虚偽のディスクロージャーが行われれば投資家に被害が及ぶという面では発行開示と同じであり、むしろ異なる取扱いをすることがおかしいと考えて、今回、流通開示についても挙証責任の転換や負担の軽減をする制度を導入したわけです。

アメリカは判例法の国ですから、既にそういう判例が確立しておりまして、最近ですと一九八八年に Basic, Inc. 対 Levinson,（485 u.s.224）事件の判決において、要するに虚偽のディスクロージャーが価格に反映されていて、その価格で買った投資家というのは、だまされた結果その値段で買ったのだということを立証しなくていい、それは、マーケットは効率的に価格形成されていれば、虚偽のディスクロージャーの虚偽の部分も織り込んで価格が成立しているので、それで売り買いした投資家は虚偽の分だけ損しているということは推定されるというように、挙証責任を軽減する判例が確立しております。それを日本的な民事法制に取り込むには、今回法律改正の中に盛り込んだものが最も近いというようにも考えております。

関理事長　今回の法改正では、法務省との意見調整はいかがでしたか。

三井調査室長　法務省の民事局とも議論しましたけれども、法務省の理解もいただいております。

民事の判例を見ても、原告にすべての挙証責任を負わせるというのは酷であるというように裁判官が感じていて、それが判決文ににじみ出ていることもあって、立法できちんと手当てすることが必要でした。

関理事長　専門的な詳しい説明をしていただき、ありがとうございました。

大森市場課長　新たなツールを用意して使っていくことはもちろん大事なことですけれども、私が一番変わってほしいと思うことは、違反があってはいけないのだという意識なのです。米国ではSECが毎日処分していて、慢性的な証券不祥事といってもいい状態です。しかし、アメリカ国民が愛想を尽かしているかというと、全然そんなことはないので、市場には他人を差し置いてでも自分だけは儲けたいという欲張りも参加しているので、不正もいつだって起こり得る世界です。しかし、不正や違反に対しては度合いに応じたペナルティーが必ず課される、事後的に必ず摘発されるのだという意識が規律の源泉になっていると思います。あってはいけないのではなくて、違反が行われたら、必ずそれ相応の罰があるのだという意識になることが一番大事なことではないかと思います。

関理事長　確かに、事前の細かい規制からルールを決めて事後チェックを行うという規制の方式では、もう一つ、厳格な規律が徹底することが必要になるわけで、その考え方は市場改革の最初からあったと思います。事後チェックの体制と規律の徹底が十分に整わないうちに新しい規制方式が始まりましたが、こういう形でだんだん整備されてきているという状況でしょうか。

先ほど、後藤課長からネット取引の話がありましたが、ネット取引は最近非常に活況です。これ

までネット取引のガイドラインをつくる等規制面でもいろいろと工夫されてきたと思いますが、今の状況を総括してネット取引に改良の余地があるとか、規制面の問題点があるとか、そういうあたりはどうでしょうか。

後藤証券課長　ネット取引の伸びが非常に急速です。日本証券業協会でインターネット取引に関する調査というものを平成一一年から実施しておりますが、この調査を開始した一一年一〇月末では三〇万口座であったものが、直近の調査では、本年三月末では、四九六万口座と非常な勢いで伸びている。インターネット取引の売買代金でみても、平成一一年一〇月から一二年三月までの半年で四兆五三〇〇億円ぐらいだったものが、昨年一〇月から今年三月の同じ時期で約五〇兆二〇七億円と急増しています。

このように、ネットによる証券取引というビジネスは定着しつつあり、全体の個人取引に占めるネット取引の割合も、昨年度上期に七割を超したことがニュースになりましたけれども、下期は七三・八％ということで、着実に増加をしてきています。

このようなネット取引は、顧客の利便性ニーズにかなった新しい業態として評価できる反面、非対面性に起因するいろいろな問題も生じえます。特に「なりすまし」の可能性が非常に問題視されており、作為的相場形成その他の不正な取引が行われることがないようにチェックできる態勢整備をネット業者に要請しているところです。

また、ネット証券取引は完全な装置産業ですので、システム障害が発生しないように、従来以上にしっかりしたオペレーショナル・リスク管理を行うよう、ネット業者に対して要請しております。

大森市場課長　基本的な認識はそのとおりなのですけれども、この一年のような右肩上がりの相場では、素人に近い個人投資家でもそこそこ儲かるので、自信を付けて手数料は安い方がいいという流れも一方であると思うのです。アメリカでもＩＴバブルのころは、個人投資家の半分がオンライン系になったのが、ＩＴバブル崩壊の過程で一〇％台まで低下してしまう。市場が逆境になると投資家が対面で相談できる人が欲しいというようになるという傾向もみられ、相場の動向によってどういう形態の取引が活発になるのかということもあるでしょう。対面取引の証券会社でも、オンラインの口座開設を勧めるとすれば、相談に乗りながら個人投資家を市場に導くということが証券会社の重要な役割になので、ちょっと残念な気がします。家計の資産形成のパートナーとしての証券会社というところからすれば、アメリカで、証券会社が提供する資産運用サービスであるマネージド・アカウントが一〇〇兆円の残高があるということは、日本でもよく考えて対応していくべき話だと私は思っております。

関理事長　大変重要な御指摘だと思います。時々見られるのですが、ネット証券で短期売買が非常に増えてくる、それによって株価形成のボラティリティーが非常に高くなっているのではないかという論調について、どのように判断されていますか。

後藤証券課長　ネット取引が株価形成全体に与える影響については、詳細に分析したことはありません。ＩＴを使った発注というのはネット証券以外でも外国証券会社等が活発なプログラム売買を行うようになり、株価のボラティリティーがＩＴの技術によって高まっていることは確かだとは思います。

ただ、こうした動向に対する顧客の反応については、ボラティリティーがあるからこそ儲けられるというデイ・トレーダーのような投資家を顧客としているネット証券会社と、家庭へのインターネットの普及に伴う一般の個人顧客を対象に証券取引サービスを提供していくビジネスモデルを考えている会社とでは、かなり違いがあると思います。

関理事長　次に、従来から証券会社が顧客の売買注文を執行するときに、顧客にとって最も有利な条件で行うことが求められているという、最良執行義務について今回法改正されましたが、大森課長、これについて要点を説明していただけませんか（資料1参照）。

大森市場課長　今回の改正をきちんと説明しようと思うと長い話になってしまうのですが……。平成一〇年に取引所集中義務を廃止したわけですけれども、実際には、顧客から明示的な要望がない限りは取引所で執行するという原則が残っていて、大抵の顧客は、取引所外でというような明示はしませんから、結局大部分の発注が自動的に東証につながっていたわけです。しかし、それではいつまでたっても市場間競争にならないではないかということで、取引所と取引所外のＰＴＳの競争条件は、単に規模の違いである、機能は同じであるということで、取引所集中原則を廃止したということを前提に、顧客にとって最も有利な執行をするという、諸外国では当然の仲介者としての義務を規定したということではありますけれども、アメリカのようなナショナル・マーケット・システムが存在しているわけではありませんので、事後的に見て最良執行ではなかったということが、問題になるのは全く本意ではないので、ちょっと乱暴な言い方ですが、最良執行義務をま

さに仲介者の精神の問題として、顧客のために最良な仲介のあり方について、自ら方針を定めてディスクローズをしてもらいたい、そういう制度に改めるという趣旨です（資料14参照）。

関理事長　これまでの証券取引法第三八条の証券会社がどういう立場で取引するのかを顧客に明示しろという規定を外して、むしろ自社の仲介のやり方をその方針の中に書き入れて公表させるという考え方なのですね。

大森市場課長　はい。

関理事長　最良執行義務について見直しを行うとともに、市場間競争の制度的枠組みを整備するという観点からＰＴＳ（私設取引システム）の価格形成機能を高めるため、取引所と同様なオークション方式による価格決定方式をＰＴＳに認めることになりましたが、それについて簡単に触れていただけませんか。

大森市場課長　法令でＰＴＳの価格決定方式を限定列挙したままでは、取引所とのイコール・フッティングは図れないということですね。

関理事長　市場では価格が形成されますけれども、御承知のように、債券の価格には相当幅があるわけです。株式についても、市場間競争が激しくなり、投資家のニーズも多様になっているから、それに合わせて価格形成をしていこうということで、取引所でも売買手法が多様となり、いろんな違いができることによって、価格形成も幅が出てくるわけですね。実際に価格形成に参加している発注のほか、前日の終値を用いて行う取引もあるし、当日の平均価格で売買執行するという方法も認められている。一定の範囲内で市場外取引も認められている。このように、株式の方は比較的一物一価だといわれていたのだけれども、結構幅が出てきているという感じがしますけれども、

そういう流れは当然だという考え方になっておられますか。

大森市場課長　当然ですし、ますますそうなっていくでしょうね。新興企業のための市場、さらにはその前段階のグリーンシートのように流動性の小さい市場もあり、本当にピンポイントに収れんするのではない形での価格形成というのは、ますます当たり前になっていくのだろうと思っております。

関理事長　ここで、最新の課題である、先ほども触れていただいた外国為替証拠金取引規制問題に入りたいと思います。私も、ごく最近金融審議会の部会資料が発表になったので一応拝見しましたけれども、これは、金融商品・サービスが多様になっているということと絡みますし、投資家の自己責任との整理も必要になる問題ですね。

大森市場課長　アメリカのように規制対象のセキュリティーが投資契約を含んだ概念として規定されていれば、新しい投資サービスが出てきても、必要最低限の規制は行われるわけですけれども、日本の証取法は限定列挙主義ですから、為替自由化の副産物として、非常にハイリスクであるにもかかわらず何らの規制も行われないような商品が登場して、到底そのリスクを認識できないような人達に販売されて、深刻な被害を引き起こしているという事態に直面すると、規制の対象外ですから、金融庁が乗り出さなければならない論理的な必然性はないのですけれども、たまたま昨日初めて刑事事件化して逮捕者が出たというように、誰かが行政として対処しなければならないという判断になってまいりました。広義の金融取引ですから、やはり金融庁が取り組んでいくしかないだろうと考え、金融審議会に緊急の検討をお願いして報告をいただき、基本的な規制のルールを

現在検討しているところです。

商品性そのものを制約するということは考えていませんが、株式とか商品先物取引に比べても、一般にリスクが非常に高く、それ自体、しっかりとリスク判断をしたうえで投資がなされるということでないとトラブルのもとになりますので、いわゆるイギリスの金融サービス法で実施している不招請勧誘、頼みもしないのに勧誘にくることを制約するような入口の規制が、この種の取引には必要ではないかと考えているところです。

関理事長　基本的には、金融先物取引法によって、規制されることになるわけですか。

大森市場課長　経済実質が金融先物取引ですから、準用できるところは準用して、追加すべきところは追加して手当てしていくことが、法技術的には一番早く対応できるということだと思います。

関理事長　金融商品販売法については、既にいち早く手当てをされたのでしたね。

大森市場課長　ええ。ただ、その程度では痛くもかゆくもないぞとせせら笑っている業者の顔が想像できますので、時間的にはぎりぎりのタイミングになり、滑り込みセーフという感じで金融審議会の報告書をいただいたわけです（資料2参照）。

関理事長　為替管理の自由化の行過ぎの結果かもしれませんが、こういう問題が発生してしまって、行政の負担が非常に重い分野に乗り出すことになったわけで、金融庁は非常に迅速に行動されたのではないかと思います。

たまたま先週末に証券経済学会の会合がありまして、そこで消費者問題の研究所の女性研究者の方が適合性原則を中心に報告されていましたが、全体としては現行の金融商品販売法を強化すべきであるという御主張でしたが、この外国為替先物

取引に対する最近の金融庁の対応については、極めて結構であると評価していました。

大森市場課長　ありがとうございます。

監査制度の強化と会計基準を巡る諸問題

関理事長　残された問題として、市場機能のインフラとして極めて重要な会計と監査の方の話に行きたいと思います。山崎さん、松尾さん、お二人ともいろんな形でこの問題に関与されているのですけれども、今回は直接の担当者である企業開示参事官が参加されていないので、まずお二人から、この一年間の国内の会計と監査の方の取組みというのを少し説明していただけますか。法律改正も実現しましたし、新しい監視機構もできたわけですが。

山崎市場課企画官　昨年五月に新しい改正公認会計士法が成立しています（資料15参照）。この背景は、企業の財務情報を適切に開示する、その信頼性を保障する外部監査というものが、証券市場の重要な部分であるということと、実際、公認会計士、アメリカでは三〇万人いるのに対して我が国では一万五〇〇〇人しかおらず、必要とされる監査に十分に対応できる人材が不足しているので、もっと多くの方が公認会計士になってもらうことが必要ということに対応するものでした。

また、先ほど来話題になっているエンロン事件で、国際的にも監査制度が改革されてきているので、監査人の独立性を十分強化するとか、監査手続への監視とか監督体制を強化するという国際的な流れに対応する必要もある。公認会計士法にはそれまで公認会計士の使命とか監査の目的が規定されていなかったので、その目的規定を入れると

か、監査法人のコンサルティング業務が余り多くなると監査の信頼性が失われる面があるので、これは典型的にエンロンの事件で大会計事務所のアンダーセンが問題になりましたが、同時提供を禁止するとか、また、永年継続的に監査を続けた場合に、癒着が起こりやすくなるということで、継続的な監査を制限するといったようなことも盛り込まれていました。

さらに、公認会計士試験制度の見直しが行われるとともに、平成一一年から日本公認会計士協会で監査の質のレビューが行われていたのですが、やはり自主規制には限界があるので、公的関与を加えて行政組織が中立性という観点からモニタリングすることが必要ではないかということで、行政がモニタリングする機能を導入する、主にこういった改正内容でした。

関理事長　公認会計士制度の見直しが必要という議論はずっと積み重ねられてきましたが、その成果と、お話しのあったエンロン・スキャンダルに対するアメリカの企業会計改革法の諸施策を踏まえて、法律改正が平成一五年の通常国会で実現して、それらが実施段階に入ってきたということですか。

山崎市場課企画官　昭和二三年以降、公認会計士法はなかなか改正が難しかったのですが、やはり国際的な改革の流れをフォローアップするという意味で、いいタイミングで難しいといわれている士（サムライ）業法の改正が行われたのかなと思います。

関理事長　レビットSEC前委員長の本にもいろいろ書いてありますが、公認会計士業界はアメリカでも大変政治力があり、同業者間のチェック以上にSEC等が関与してくるということについては強い抵抗があったようですけれども、エンロン

事件を契機として、一挙にＰＣＡＯＢ（公開企業会計監督委員会）のような公的機関が発足したということは、米国でも画期的なことととらえられているようです。概ね、米国のＰＣＡＯＢに相当するような組織が今山崎さんの所属される新機構の「公認会計士・監査審査会」であると考えてよいのですか。

山崎市場課企画官　監査の質を高めていこうという観点では目的を共有していると思います。ただ、制度のつくり方は若干異なっていて、ＰＣＡＯＢは、直接的に監査法人や公認会計士を監督するという基本的な枠組みになっております。これに対して、日本の公認会計士・監査審査会は、いわば日本公認会計士協会の自主統制機能発揮として行われた品質管理レビューをモニタリングすることによって、公認会計士協会と新しい審査会が共同して監査の質を高めていくというシステムになっております。しかし、直接監督しないからといって監査の質の監督に問題があることにはならないと思っており、やはり業界自身の品質のレビューを通じて全体の質、カルチャーを変えていくというのが我々の考え方になっているかと思います。

関理事長　一年ぐらい前でしたか、我が国の監査基準も全面的な見直しが行われていますが、あれはもう適用され始めているのですか。

松尾国際課企画官　新たな監査基準は去年の三月期から適用になっています。

補足いたしますと、私は、外国に対してＰＣＡＯＢと審査会の違いは三つあると説明しております。

第一に、ＰＣＡＯＢは、先ほど山崎室長が申し上げましたように、監査法人に対する処分、懲戒処分権まで持っている。日本の制度の場合は、引

き続き処分権は審査会の勧告に基づいて金融庁が処分をする。証券取引等に関する証券取引等監視委員会と金融庁の関係と同様の関係です。

第二に、アメリカのＰＣＡＯＢは、自ら監査基準を定めますが、日本で監査基準を定めますのは従来と同様、企業会計審議会です。第三に、公認会計士協会の位置付けですが、アメリカの人たちは公認会計士の団体である協会に対して非常に不信感を持っています。それには制度上の違いもありまして、アメリカの公認会計士協会（ＡＩＣＰＡ）は法律上の位置付けは全くないのです。これに対し、日本の公認会計士協会は、公認会計士法に基づき自主規制機関としての位置付けを与えられている。ですから、山崎室長が説明されているように、公認会計士協会がまず品質管理レビューを行い、それを審査会がチェックするという形になっているわけです。

監査基準については、まさに企業会計審議会が平成一四年一月に、いわゆるゴーイング・コンサーン（継続企業の前提）への対処やリスク・アプローチの明確化を含む監査基準の大幅な改訂が―私は海外では新監査基準といっていますが―行われ、平成一五年三月期から適用になっておりまして、特にゴーイング・コンサーンについては注目されている状況です。

関理事長　これも、先ほどのお話のように、世界に誇れる水準といえますか。

松尾国際課企画官　国際的には国際会計士連盟（ＩＦＡＣ）の国際監査・保証基準審議会（ＩＡＡＳＢ）が策定する国際監査基準（ＩＳＡ）というものがあるのですが、それに合致しているものです。

関理事長　監査の方は、一応その意味で整合がとれているわけですね。

松尾国際課企画官　国際的整合がとれておりま す。

関理事長　もう一つの会計基準の方がどうかですが、松尾さんが担当されていると思いますけれども、国際的にも複雑な議論になっているようですが……。

松尾国際課企画官　会計基準についても、私どもは金融ビッグバンの一環として行われた会計ビッグバンの積み重ねによって、国際的に整合性のある基準になっていると考えております。一方、いわゆる二〇〇五年問題ということで、ＥＵにおいて二〇〇五年からＥＵ上場のＥＵ企業の連結財務諸表について国際会計基準の採用を義務付けるということから、日本の会計基準のＥＵにおける扱いがどうなるかということが懸案になっているわけです。この問題については、現時点では、これまでの働きかけの成果として、二〇〇六年末ごろまでは日本の会計基準を引き続き使用することが可能だということになっております。二〇〇七年以降につきましては、ＥＵにおいて米国基準、カナダ基準とともに、日本の基準が国際会計基準と同等なものかどうかについて評価されるということになっています。

この問題については、経済界でも関心や懸念が強く、金融庁とともに、ＥＵ側に働きかけを行っておられますが、まず克服すべき課題としては、海外で日本の会計基準は余り知られていないということがあります。日本の会計基準の内容を一生懸命説明すれば、日本ではここまで整備しているのかという理解が得られます。

次に、海外には日本の会計基準は遅れているのではないか、国際的な会計基準とコンバージェンスをしていないのではないかというパーセプションがあります。これについては、私どもとして、

コンバージェンスは日本でも重要な目標であるということを明示的に示して説明に努めているところです。最近では、民間の会計基準設定主体であります企業会計基準委員会において、中期的な運営方針というものを議論しており、まもなく発表されると思います（注　七月一五日公表）。その中でも、「高品質な会計基準への国際的なコンバージェンスという目標」に賛同するということを明示的にいっておりますので、こういう努力を通じて、知られていない、遅れているとの間違ったパーセプションを克服して、国際的な理解を得たいと考えております。

関理事長　今、「コンバージェンス」という言葉を使われましたが、会計基準の議論で時々出てくるのですが、コンバージェンスというのは、結局分かり易くいうとどういうことでしょうか。二つか三つの国の会計基準があって、全く統合するというのであれば同じになることだと思いますが、コンバージェンスというのはどういう概念になりますか。

松尾国際課企画官　全く同じものに統合するということではなくて、あくまで複数の会計基準がある中で、要は目的と原則を同じものにするということだと思います。

関理事長　お互いにそれを認め合うという前提、認め合うことができる程度まで統合を図るというのがコンバージェンス、こう考えておればいいのですか。

松尾国際課企画官　日本での議論と国際的な議論には少しズレがありまして、日本では、コンバージェンスするのでそれまでの間は相互承認してほしいというような議論が一部行われています。他方、海外の方では、コンバージェンスができて初めて相互承認できるかが決まるという考え方にな

ります。

関理事長　国際的には、日本の主張は時間稼ぎではないかととられることになる……。

松尾国際課企画官　相互承認というと、コンバージェンスする気はないのかと海外で誤解をされるのです。だから、コンバージェンスしたから認めてほしいという主張をしております。

関理事長　日本基準のコンバージェンスのお話しでしたが、ＥＵとアメリカとの間のコンバージェンスの程度についてはどう理解すればいいですか。

松尾国際課企画官　ＥＵとアメリカは、ＩＡＳＢ（国際会計基準審議会）とアメリカのＦＡＳＢ（米国財務会計基準審議会）が二〇〇二年一〇月にコンバージェンスで合意をしており、それ以来議論を進めていまして、昨年には、一部の会計基準について合意を発表しております。最近でも、ＩＡＳＢが新しい会計基準を策定する場合に、アメリカの会計基準を部分的に取り入れているものもありまして、そういう意味で米・ＥＵ間のコンバージェンスの議論は進んできております。ＥＵ側の目標は、アメリカ市場においてＩＡＳ（国際会計基準）をアメリカの会計基準との違いの調整、計数の違いを示す表を添付することなく受け入れさせたいということなのですけれども、アメリカ側は、そうはいってもＩＡＳは二〇〇五年から初めてＥＵで適用されるものですから、その運用状況を見る必要があると主張しているので、まだ時間がかかるだろうと思っています。ただ、両者ともコンバージェンスを目標として、お互いに調整なしで受け入れるということを目標に作業が進められていると思います。

関理事長　アメリカが求めているコンバージェンスには、ＩＡＳの方がもう少しアメリカ基準に近

づくことを期待しているという姿勢はまだあるわけですか。

松尾国際課企画官　両者とも、双方向であるといっております。ＩＡＳＢがＦＡＳＢのアメリカ基準に近いものを採用する場合と、ＦＡＳＢがＩＡＳに合わせる場合と両方あるようです。

そういう作業との関連で、ＩＡＳＢ自体のガバナンス問題が国際的に大きな課題になっておりまして、日本でも七月一三日にＩＡＳＢ公聴会が開催されます。経済界、金融界、金融庁も公聴会に参加をして意見を述べることになっております。

関理事長　先般、当研究所の講演会で日本公認会計士協会の奥山会長にお話をしていただいたのですけれども、国際会計基準づくりで一番困ることは、これは民間の会計専門家という意味ですけれども、国際的な検討の場へ出ていって活躍する人をなかなかリクルートできないというところが問題なのだということをいわれましたが、そういう活動は考えてみれば相当難しいことですね。英語で、しかも会計の難しい専門的なことを議論できる人となると、本当に数が限られていると思います。

松尾国際課企画官　今は金融庁だけではなくて、経済界、公認会計士協会、証券取引所ともよく協議をしているのですけれども、国際的に会計分野で活躍できる人材の育成をどうするかということが中長期的な課題です。当面いろいろと会計や監査について新しい国際的な議論の場がどんどんできており、それらに必ず日本から参加できるようにすることが非常に重要だと思います。いわれたとおり、求められる人材の資質は、会計に詳しい、英語力がある、コミュニケーション能力があると非常にハードルは高いのですけれども……。

関理事長　それから、奥山さんもいわれたのです

けれども、せっかく国内に民間の財務会計基準機構やその中の委員会ができて活発に動いているのですが、それに対する企業側の関心が薄いということであり、とにかく、二〇万円程度だと思いますけれども、年会費を払うのが嫌だから入らない上場企業や店頭登録企業がかなり多いというのでは問題だと思います。

また、会員になっていても、途中の検討作業に余り関心を示すことなく、基準がまとまってからいろいろと意見を述べる企業もあるようです。奥山会長も、もっと自分たちの問題として企業側も取り組むべきだという趣旨のことをいわれていましたけれども、その通りだと思います。特に、公開企業としての証券市場を利用する特典を得ているわけですから、そのためのコストを払わないままフリーライダーでいようということでは公開企業としてどうかと思いますが、そこは何かいい方法はないものでしょうか。

松尾国際課企画官　御指摘のように、会計基準というのは資本市場の重要なインフラであり、民間で会計基準のための組織をつくったことは、やはり資本市場の参加者である市場関係者自らが会計基準を設定するという理念によるものだろうと思います。したがって、市場関係者が会計基準の設定作業に深く関与するということが大事でありまして、会費問題もそういう意味のものだろうと思います。

この問題については最近進展がありまして、財団法人財務会計基準機構の基盤の強化を図るという観点から、経済界、公認会計士協会、金融界、証券界、証券取引所が協力して努力した結果、東証一部上場企業の加入率が七割近くまで上がっているのです。ですから、その意味で関係者の理解は次第に得られつつあるのではないでしょうか。

関理事長　一定の猶予期間を置いて上場維持基準にする等の工夫もありそうですが。少しわき道にそれたかもしれませんが、国際会計基準について、金融庁でも少し前には二〇〇五年問題といわれていたのが、今では二〇〇七年問題になったといっているという記事も見掛けましたけれども、そんな理解でよろしいのですか。

松尾国際課企画官　何を何年問題というかですが、私どもは、もともと二〇〇五年というのは、EUで上場しているEU企業に二〇〇五年から連結財務諸表について国際会計基準の採用を義務付けるということから起きた話なので、依然として、二〇〇五年問題であると考えております。ただし、実際には、日本企業については、先ほど触れたように二〇〇六年末までは母国基準で継続使用可能だという状況になっておりますので、そういう点をとらえて二〇〇七年問題であろうといわれたのだと思います。私どもは、会計基準はこれまで整備を続け、これからも国際的なコンバージェンスを重要な目標として整備・改善を続けていきますので、この問題も当然同じ流れの中で取り組むものだと考えております。

最近、企業会計審議会の企画調整部会が論点整理を公表しましたが（資料16参照）、結局こういう国際的な動きに照らして、日本の制度として国際会計基準を日本はどのように位置付けるか、つまり外国企業が日本で資金調達をする際、今までは企業ごとに審査をしたうえ国際会計基準によるディスクロージャーをドイツ企業とスイス企業に個々に認めているのですけれども、国内で適用する会計基準として国際会計基準をどう位置付けるかという問題に直面しているわけです。加えて、現在SECに登録した日本企業については、米国基準に基づく有価証券報告書の提出を日本国内で

認めているわけです。日本企業による国際会計基準に基づくものについてはどうするかという論点もあります。外国企業による国際会計基準や外国会計基準の取扱いについてはその内容が日本の会計基準と同等なものであれば認めるという提案になっており、ＥＵに近い考え方となっています。

　日本企業による日本国内での国際会計基準の扱いにつきましては、ＥＵにおける日本の会計基準の扱いがまだ不確定な状況ですから、現時点では結論は出されておらず、ＥＵにおける日本の会計基準の取扱いがまとまった段階で、結論を得るということを明らかにしております。

関理事長　その辺の結論というのか方向というのは、大体いつごろ固まってくるのでしょうか。

松尾国際課企画官　それは、ＥＵにおける日本の会計基準の取扱いがいつ決まるかに依ることになるのですけれども、やはり時間がかかるプロセスになっています。具体的には、ＥＵの証券規制当局から構成されるＣＥＳＲ（欧州証券規制当局委員会）が二〇〇五年六月末までに日米加の各会計基準のＩＡＳとの同等性を技術的に評価し、ＥＣ（欧州委員会）が二〇〇五年一二月末までに決定することになっています。

関理事長　会計基準の問題でマスコミがよく話題にするものに、ストックオプションの費用化という問題があります。簡単で結構なのですけれども、それぞれ各国の状況とかその問題に関するコンバージェンスの可能性はどんな感じでしょうか。

松尾国際課企画官　まずＩＡＳＢの方は、本年二月にストックオプションの費用化を求める基準を決めております。アメリカの方は、三月にＦＡＳＢがストックオプションの費用化について公開草案を公表しました。この案に対しては、米国ハイ

テク業界を中心に反対があり、議会でもいろいろ動きがあるようで、最終的な帰趨がどうなるかを注目しているところです。

関理事長　報道記事によると、費用化にブレーキをかける法案がアメリカの下院の委員会で通過したとか、一方、上院のほうではそういう立法には慎重であるとか、いわゆるハイテク企業の中でもマイクロソフト等は費用化してもよいという姿勢に変わったというように、かなりホットな議論になっているようですが。

松尾国際課企画官　なっていると思います。ただ、ＳＥＣは、会計基準の設定主体は独立性が大事であるという考え方であり、ＦＡＳＢについてもＩＡＳＢについてもこのことを強調しております。ですから民間の会計基準設定主体が、そうした独立した観点からどういう決定をするかを注目しているところです。御承知のように証券市場は非常にグローバル化が進み、最近は、日本でも外国人の日々の取引シェアは三割を超え、ストックベースでももう二割を超えるという段階になっております。しかし、証券規制については、あくまでも各主権国・地域がそれぞれ規制をしているという体制です。これまでは何とかバランスをとってきましたが、最近二つの大きな動きがありまして、一つはアメリカの企業会計改革法が、米国で公開している外国企業についても、米国型のコーポレート・ガバナンス制度を義務付けよう、また、外国の監査法人をＰＣＡＯＢに登録させて監督しようという動きであって、そのバランスの崩れが起きている。

もう一つは、アメリカに対抗するかのように、ＥＵにおいて、外国の会計基準の受入れにＩＡＳとの同等性を求めるとか、米国等の外国監査法人のＥＵにおける登録・監督であるとか、そういう

規制の導入という動きが出てきています。
　こうした動きは、理念的には、自国市場のグローバル性を維持するというよりも、自国における投資家保護あるいは市場の公正性の確保を重視しているものだということができます。しかし、こうした動きを極端に推し進めると、世界的にばらばらな法規制が生じてしまい、グローバルに活動する企業やそれを監査する監査法人に対して、規制の重複、矛盾等が発生して非常に困った事態になってしまう、まさにグローバル化に反する結果になってしまうということです。
　こうした基本問題にどういうアプローチをしていけばよいか。いろいろなアプローチがあると思いますけれども、最近多いのは、ＥＵが典型なのですけれども、「同等性アプローチ」という考え方があります。自国の制度と同等なものであれば外国で行っている規制・基準を認める、同等なものでなければ認めないというアプローチが採用されてきております。しかし、このアプローチには少し危険なところがありまして、同等だと認めるならこちらも相手国を同等と認めるけれども、相手国が自分のところを同等と認めないならこちらも相手国を同等と認めないような「相互主義アプローチ」に転化する危険を含んでいるからです。
　こうした問題をうまく解決するためには、制度の整合性とか収れんが国際的に進むとともに、お互いによく対話をして違いのあることについてよく理解し合うということが大事だろうと思います。
　特に日本にとっては、例えばアメリカあるいはＥＵの制度が国際標準になり、そうした制度と日本の制度が同等ではないということになると、日本の企業が外国市場に参加できなくなるという懸

念があります。こうした懸念を払拭するためにも、日本抜きで事実上の国際標準が決められることがないようにすることが重要であり、そのためにも、例えばＩＯＳＣＯにおける国際的な原則の策定作業など、多国間の検討の場に積極的に参画して日本の制度についてインプットするとともに、米国あるいはＥＵと積極的に対話をして、お互いの理解を促進することによって同等性を認め合うということが重要になると思っております。

これは個人的な意見ですけれども、欧米がそうなら、日本はアジア重視でいけという声もあるようですけれども、アジアは大切ですが、やはり国際的な多国間の検討の場におけるプレゼンスとしては、日本のプレゼンスはあるのですけれども、アジア諸国はまだ小さいのが世界の現実です。ですから、こうした国際的な検討においては欧米との対話を軽視してアジアを重視するというアプローチはとり得ないのであって、欧米とも対話しつつ、中長期的観点からアジアとの関与を深めるということになると考えております。

関理事長　ありがとうございます。アジア自体でも、中国とか韓国が、日本を一番のモデルにしようと必ずしも思っていないかもしれません。

松尾国際課企画官　そうだと思います。

関理事長　最近の具体的なテーマとしては、さっきお触れになった英文開示について金融審議会の結論が出たようですが、私自身も十分消化していないのですが、何かお話いただけますか。

松尾国際課企画官　この問題は企業開示参事官の担当であり、私は審議会に出席していただけなのですけれども、要は、一方で日本の証券市場の国際化・競争力を向上させるという目的を踏まえ、外国企業のディスクロージャーのコスト負担を軽減するとともに、これと日本の投資家保護の観点

をいかにバランスさせるかという課題であり、そのような観点から具体的な提案がなされたということです。

まず、何について英文開示を認めるかですが、プライマリーといって外国で上場や開示手続を行わないで日本で初めて上場や開示を行う企業については、日本基準に基づく日本語での開示を要求する。セカンダリー、つまり外国で開示手続を行っていて、日本で公開するという企業については、開示の種類によってその取扱いを分けて、発行開示書類である有価証券届出書及び臨時報告書については日本基準に基づく日本語、臨時報告書を除く継続開示書類、すなわち、有価証券報告書と半期報告書については、外国の開示基準に基づく英語による開示を認めるという考え方です。

施行時期も段階的に行うこととし、英文開示の場合は、投資者保護のために必ず日本語による要約を付すことを義務付けることになります。

関理事長　その要約というのは、発行体が作成するものですか。

松尾国際課企画官　そうです。証券仲介者ではなく発行体がつくるものです。

関理事長　直近の問題を整理していただきありがとうございました。山崎企画官、公認会計士・監査審査会の今後の活動について、何かありますでしょうか。

山崎市場課企画官　公認会計士・監査審査会は発足直後であり、まだ組織固めという段階で、運営規程の整備等を進めていますが、今後、具体的な審査計画を立てて本格的に審査を始めていくことになります。

我々は取締機関ではなく、あくまでも資本市場を裏方として支える役割を持った機関だと認識しておりますので、監査法人や公認会計士協会の

方々と協力していくとともに、様々な市場関係者の方々から多くの御意見を承りたいと思っています。監査の世界というのはそういう意味では地味な世界なのですが、もう少し各方面から注目度を上げていただければありがたいと思っているところです。

関理事長　外部監査は、最近、盛んに使われる「市場のゲートキーパー」の中心になるものですから、うまく機能することを期待しております。

まだ触れていないテーマに、今回の法改正に含まれている組合型投資スキームの規制問題があります（資料1参照）。経済産業省は、従来から、産業金融強化という観点からこの組合型投資スキームの活用に非常に力を入れてきました。一方、商品の多様化を背景に、証券規制の対象をどう広げるべきかが、重要な問題になっています。今回の改正で、一定の組合型投資スキームに基づく権利を証券取引法の対象となる「有価証券」とみなして投資家保護の仕組みを適用することになりましたが、大森さん、簡単にその意義等を説明していただけますか。

大森市場課長　五～六年前までは、この種の政策はベンチャー振興策という位置付けだったので、いわば市場行政の外側にあるものとして共存してきたという面があると思います。しかし、市場行政も、取引所のみならず、新興市場、グリーンシートと、どんどん発展の初期段階の企業まで対象にするようになり、一方、組合型のファンドという仕組みも便利だから未公開株だけを対象とするのでなくて、上場株や貸出債権等にまで運用対象を広げることにしたいという意見が強まってくると、担当する役所は違っても、結局その目的には同じところがあるのではないか。

もっといえば、投資サービスであれば、経済実体の同じものは同じように規制し、同じような投資家保護を図るべきだという議論になるのですけれども、とりあえずは、組合型式であっても、広く一般投資家から資金を集めるのであれば、実質的にみて投資信託やＳＰＣと同じではないかということで証取法によるルールを適用することになりました。今回の改正は、投資サービス法に向けた第一歩という性格のものではないかと思っております。

関理事長　これは少し大きな問題であり、既に金融審議会でも次の問題として取り上げていると思いますが、今度の法律改正では、衆議院・参議院どちらもですが、附帯決議の中に織り込まれているいわゆる投資サービス法という構想ですか、そういうものへの改組の可能性を含め云々ということについては、今後の展開はどうでしょうか。どのくらいのタイムスパンで考えるのか。なかなかはっきりいえないところだと思いますが。

大森市場課長　はっきりいえないというか、投資サービス法という名のもとにどれだけのことをやるかによって当然違ってくると思いますけれども、有価証券という概念そのものを総括的な概念に変えてしまうということであれば、これはある意味で、日本の法制度の根幹にかかわる話になりますので、そんなに簡単にいくとは思えないのです。

ただ、「セキュリティー」という言葉は、国の安全保障、国民の安心、有価証券を意味しますが、アメリカでは証券取引法は本当に一つの国家戦略になっていて、セキュリティーという形で世界中からリスクマネーを集めて自らの経済金融システムの根幹に据えているということは、常に我々も意識しておいた方がいいと思います。投資

サービス法ということは、大げさにいえば、日本の資本主義の形をつくるような、基本法をつくっていくというような話にもなり得るものですが、そこに至る過程においてとりあえずどの程度の範囲をカバーするものとして進めることが現実的かなということで、次の事務年度において検討が始まることだろうと思っております。ちょっと抽象的になりましたけれども。

関理事長　幅広い有価証券概念という考え方は、証券取引審議会でも随分前から議論されてきて、実際にはなかなかうまく進まなかったと思いますので、漸進主義あるいは必要に応じて広げていくということは現実的かもしれません。しかし、一般的な議論としては、投資サービス法を提唱する人は結構多いようですし、アメリカでもイギリスでも、法律の上ではそういう形になっているということもあります。

大森市場課長　郵政公社だって民営化されようというのですから、役所の縄張りなんて知ったことかというぐらいの構えでやっていく話なのでしょうね。

関理事長　かつての姿から見ると、本当に変わったような気がしますね。最後に、例の銀行と証券の関連については何か御発言がありますか。

大森市場課長　理事長ほど長くないのですけれども、私も昔のこの業界も多少は知っておりますし、既に触れた銀行の証券仲介業という話は昨年の一一月末に金融審議会で提案して一カ月で結論を出すというのは、昔の感覚から見れば余りに乱暴に見えるのですけれども、何となくまとまるような気が初めからしていたのです。証券界もいろんな考え方、いろんな立場の人によって構成されていますし、そもそもこの仕組みは銀行と証券の両方がその気になって連携しなければできない仕

組みですから、ビジネス・チャンスだと見ていただける方、前向きにとらえていただける方もいるだろうと思っていたのです。もちろん異論はありましたけれども、結果として証券界としてそのように理解していただいたということは、その後、同じような銀行窓販問題で保険業界がとった対応に比べますと、日本の証券界の方の考え方ははるかに柔軟で進んでいると感じている次第です。

関理事長　確かに業界の中にいろんな意見があったと思います。それから、議論の途中では感情的な議論があったかもしれませんが、さっきからずっと議論していたように前向きにビジネスモデルを考えるという動きも出ているようです。

しかし、銀行の金融面における比重というのが依然としてまだ大きいということは紛れもない事実だと思いますから、そこから起因するいろいろな競争条件とか、投資家との関係というところに問題が生じないように、そのための弊害防止をどこまでできるかということではないでしょうか。いろいろ御検討中だと思いますので。

後藤証券課長　証券仲介業が顧客・投資家にとって利便性のあるものでなければならないということですね。証券仲介業者の表示については、誤認されることがないように、四月半ばに、金融庁のホームページに証券仲介業者の見分け方を掲載しており、今後混乱のない形で円滑にこの制度が導入、定着していければと思っております。

この機会に補足的に申し上げますと、私の方は、いつもコンプライアンスのことばかりいっておりますので、どうも業界に対して強面になってしまうのですが、新しいビジネスモデルを積極的に考案・工夫していただくに当たって必要がある場合には、御質問・御相談をどんどん受け付けま

すので、遠慮なく照会していただければと思います。

法令の解釈などで、共通するような問題意識の方が多いと思われる事項については、事例集をホームページに掲載しており、今後これをさらに拡充していきたいと思っております。もし、こういう事例を載せてほしいというものがあれば積極的に掲載したいと思います。また、ノーアクションレター制度についても、導入されてからまだ余り活用されていない状況ですが、積極的に活用していただきたいと思っております。なお、この制度は、公開が原則でありますけれども、合理的な期間については非公開にすることもできますので、自分が折角苦労して独自のいいアイデアを考えても公開によって先行利得がなくなってしまうという御懸念にも配慮できる制度になっています。

関理事長　御多忙の皆様方に相当長い時間を割いていただき誠にありがとうございました。多くの問題を取り上げて活発率直に議論をしていただきましたので、大変有意義な座談会になったと思います。今後の皆様方の一層の御活躍を期待しております。（了）