

座談会

証券行政をめぐる最近の諸問題について

〔出席者〕

（順不同）

金融庁総務企画局市場課長	厚木進
金融庁総務企画局企業開示参事官	大藤俊行
金融庁総務企画局国際課長	河野正道
金融庁監督局証券課長	鈴木正徳
金融庁総務企画局企画官	山崎康史
司会 日本証券経済研究所理事長	関 要

日時 平成十三年四月二十四日（火）

於 日本証券経済研究所会議室

目次

	一、はじめに	
	1 市場インフラの整備と緊急経済対策	42
	2 進む証券会社への対応	47
	3 直接金融のビークルとしての投信	50
	4 会計ビッグバン	53
	5 国際協調の進展	56
	二、市場改革の進展	
	1 浸透する市場改革	59
	2 シビアな投資家の目	62
	3 株主重視と顧客重視	63
	4 電子化取引の進展と問題点	66
	三、投資家保護と自己責任	
	1 投資教育と自己責任	73
	2 コンプライアンスの充実	75
	3 投信のレーディング	77
	四、会計基準設定主体とディスクロージャーの電子化	
	1 会計基準設定の財団の新設	79
	2 電子的開示	80
	3 監査の充実	83
	五、市場運営・監督体制における国際協調	
	1 IOSCOの動き	84
	2 国際会計基準の見直し	89
	3 マネーロンダリングへの取り組み	93
	4 国際的な提携	95
	5 自己資本比率規制の見直し	98
	6 受渡決済制度の改善	99
	7 その他の国際的な動き	102
	六、終りにあたって	
	1 直接金融の拡充	104
	2 投資信託の改善	106
	3 最後に	107

## 一、はじめに

関（司会） それでは、座談会を始めたいと思いますが、きょうは、金融庁で証券行政の第一線で活躍されている五人の課長、参事官、企画官の皆様に集まっていたいて座談会を行うことになりました。

これまで進めてきた市場改革の評価、今後残された課題にどのように取り組んでいくか、それも含めて、今行政が直面されている課題は何か、業界に対する注文といったことについて率直に意見交換をしていただければ非常に有意義だと思っております。

市場改革は、ご承知のように、一九九六年十一月に「橋本ビジョン」という形で公表されまして、五年間の目標期限というものがあり、ちょう

ど先月末にその期限が到来しました。

その間、官民挙げて、いろいろな努力で着実に市場改革が実施に移されてきて、これまでの市場機能の向上とか、金融システム安定に寄与したところが多々あったように思います。

しかし一方、先般、緊急経済対策が打ち出される等、まだまだ株式市場の活性化とか、不良債権の早期処理という課題が完全に終わっていない、こういう状況にあるように思います。

もう一つ並行して、市場改革と表裏一体ということだと思いますが、旧大蔵省から金融の部分が分離される過程が進行しており、金融監督庁がまずスタートし、それが発展的に金融庁になり、ことし一月からは金融再生委員会等も取り込み、また長官のほかに担当の国務大臣も決定されるという形で、金融庁の体制が発足しております。この一連の流れの中で、皆様方は、日々新しい金融

行政、規制体制の確立を目指して努力をされている時期だと思えます。

何よりも、きょうのお話にも多分出てくると思いますが、国際的な相互関連が証券の分野では非常に高まってきております。特に、内外ともに変化のスピードが極めて速いという実感も持つ状況もございます。

こうした状況を踏まえて、まず導入として、皆様方の総論的な問題意識とか感想を自由に発言していただく、また、その関連で、皆様方がそれぞれ担当をされている分野も簡単に紹介をしていただき、そういったところから始めたいと思えます。

それではまず、厚木課長、よろしく願います。

#### 1 市場インフラの整備と緊急経済対策

厚木 金融庁総務企画局市場課長の厚木でございます。

ます。

まず市場課の担当分野を申し上げますと、証券市場その他の金融市場に関する制度の企画及び立案、それから取引所、証券業協会といった有価証券市場を開設する者の監督、その他証券市場、金融先物市場にかかわる事項等を担当しているわけですが、そういう意味では、証券市場全体のインフラをどういうふうにつくっていくかを担当していると思えます。

ご案内のように、証券市場の活性化につきましては、いわゆる金融ビッグバンの基本的な方針として位置づけられて、これまでも多くの施策が行われてきたわけですが、特に、昨今の株式市場の低迷等を背景に、証券市場等をいかに活性化していくかという議論が昨年の暮れあたりから活発になり、ことしの一月から与党三党の間で証券市場等の活性化に向けた議論がなされてきたわ

けてございます。

その過程で、二月九日には与党三党の証券市場等活性化対策中間報告が、また三月九日には与党三党の緊急経済対策がとりまとめられ、また、それに対応して政府として四月六日に緊急経済対策が取りまとめられてきたわけです。

その中では広範にわたっているいろいろな議論がなされてまいりましたが、そこで今回重要な要素として、いわゆる株価対策ということで議論がなさ



厚木市場課長

れるのではなくて、証券市場等を活性化させることを通じて、間接金融中心から直接金融中心への流れを促し、直接金融市場を通じて、産業等へより多くの資金を円滑に供給していくことがわが国経済にとり喫緊の課題であるということについて、かなり共通の認識が生まれてきたのではないかと思っております。

そういう間接金融中心から直接金融中心への流れをいかに促していくかが現在最も重要な課題になっているということで、私ももそういう流れの中でどういう政策を打ち出していけばいいかということ、日々仕事をしているような状況にあります。

その流れの中で、今私どもが取り組んでおりますのは、一つは、いわゆる個人投資家の株式投資促進税制をいかに整備していくかということであり、今回、与党三党において一〇〇〇万円の長

期保有株式に係る少額譲渡益非課税制度の創設が決定されました。これは、まさしく間接金融中心から直接金融中心への流れを促していかなければいけないという認識が定着してきたことの一つの証左でもあると思いますし、そういう流れをまたつくり出していくことに向けての第一歩ではないかと思っております。

今回の長期保有株式に係る少額譲渡益非課税制度の創設によつて、個人投資家の株式投資促進にかなりの効果が期待できると考えておりますし、また今回の制度整備により、間接金融中心から直接金融中心への流れを進めていく政府与党の政策が前進、具体化したものと評価しているところがございます。

なお、申告分離課税については、申告分離課税への一本化の実施時期及び一本化時における税率の軽減、譲渡損失の繰り越し控除制度の創設等、

株式譲渡益課税のあり方について抜本的な見直しを行うこととし、引き続き協議の上、早急に結論を得るとされているところでありまして、金融庁としても、与党における協議等を踏まえて適切に対応してまいりたいと考えております。

もう一つ、緊急経済対策の中で取り上げられている課題として、金庫株の解禁の問題がございます。今回、商法を改正することによつて金庫株の解禁がなされるわけですが、金庫株解禁に当たつて、証券市場の健全性、公正性を損なうような不正取引を防止する万全の措置をとることが決定されております。

そういう中で、どのような措置をとっていけばいいかということについて、これまで与党三党の中で議論がなされてきたわけですが、先週金曜日との与党三党のプロジェクトチームの中の会合において相場操縦禁止規定との関係、あるいはインサ

イダー取引の関係、ディスクロージャー関係につきまして、証券取引法を改正し、不正取引防止措置を整備することについての決定がなされたところであります。

そこで、相場操縦禁止規定との関係につきましても、内閣府令において相場操縦とされるおそれのない具体的な取引態様を規定することになっておりまして、今後、内閣府令の内容について市場関係者、特に発行会社、あるいは証券会社と十分議論をさせていただきまして、その取引の実態に合ったものにしていきたいと考えています。

第三に、緊急経済対策、あるいは証券市場活性化の中で取り上げられている話として、我々が現在取り組んでいるのが証券決済システム改革でございます。

これは、証券取引のグローバル化の中で、証券市場の国際競争力を左右する基盤である証券決済

システムをより安全で効率性の高いものに改革していくことが喫緊の課題になっているということです。

具体的には、統一的な証券決済法制の整備、決済期間の短縮、すなわち決済を取引日の三日後(T+3)から、翌日(T+1)へ決済期間を短縮していく。それから、ペーパーレス化を進めていく。また、STP化と呼ばれておりますけれども、証券取引の約定から決済に至る一連の作業が標準化されたメッセージフォーマットを用いて電子的に行われ、一度入力されたデータが人手による加工を経ることなく処理される、そういうSTP化を推進していく。

それから、DVP、証券決済において証券決済と資金決済とが相互に条件づけられて行われる仕組みを実現していくことで、このことにつきまして、先般の緊急経済対策の中でも、証券

のペーパーレス化や決済期間の短縮等を図るため、社債、CP、国債等について振替制度を創設する等、必要な法整備を図ることとされたところであります。

現在、法整備のあり方について検討を進めておりまして、その中で実現すべき政策目標ということでは、一つは、決済リスクを削減していくためにペーパーレス、振替法制を実現していくこと、つまり、これは有価証券法理にかわる新たな考え方を導入していくということで、法制上はなかなか大変な話だと思つのですが、そういうペーパーレス、振替法制を実現していきたい。

また、そういう電子的な振替決済になりますと、誤記載、特に過大記載があった場合に、事務リスクの波及をいかに防止していくか、そういう課題を処理する中で決済リスクをどう削減していくかという問題です。

それから、効率的な決済システムの運営という面からは、証券決済機関の株式会社化の問題、多層的な構造を実現していくという問題、これは特に国際的な決済機関といいますが、国際的な決済機能を果たしているグローバル・カストディアンのようなことを考えますと、やはり多層的な構造を実現していくことが重要な課題になります。

そういう決済リスクの削減と合理的な決済システムの運営という課題を達成して、証券決済の安全性と効率性の向上を図り、T+1を実現していく課題に現在取り組んでいるところであります。

関 ありがとうございます。市場活性化の面と市場の公正の維持という両面で、重要な作業が進んでいることだつたと思います。

次に、監督局の鈴木証券課長からよろしくお願ひします。



## 2 進む証券会社の対応

鈴木 監督局の証券課長を拝命しております鈴木でございます。

実は、私、昨年七月に、通産省から金融庁の方に出向させていただきまして、正直にいいまして、最初は、どのような行政が非常に戸惑ったというのが正直なところでございます。

まず、この一年間に感じたことを申し上げますと、今まで通産省でも味わうことができなかった非常に大きな転換といえますか、それに果敢に取り組んでいらっしゃる方々が非常にたくさんいらっしゃるというのが私の率直な気持ちです。

先ほど理事長の方から、金融ビッグバン以来のさまざまな動きについて触れられましたけれども、これほどの大きい構造転換をよく歯を食いしばって証券会社の方々、それからさまざまな周りの自主規制機関の方々が取り組んでいらっしゃる

なというのが率直な気持ちです。

もう一つ、私、このポストにまいりまして、先ほど厚木課長の方から非常に重要なインフラの整備をされているとありましたけれども、このインフラは、日本にとつてだけのインフラではない、やはりニューヨーク、ロンドン、東京といわれておりますが、世界経済全体にとつての非常に重要なインフラを東京が持っているのをひしひしと感じます。

通常の資金の移動等を見ておりまして、また日々の証券会社のさまざまな営業活動を見ておりまして、これは日本のためだけではなくて、世界経済全体を視野に入れた行動をされていらっしゃるということで、これまで製造業はいろいろなものを輸出をし、世界のマーケットを相手にして仕事をされているといわれておりますが、この証券業界もまさしく世界を相手にした仕事をされ

ていらつしやるというのを日々感じているところ  
でございます。

実は、私どもの監督局証券課の仕事というのは、  
個人投資家の保護といいますが、投資家の方々の  
保護を大前提といたしまして、証券会社の監督、  
投資信託委託会社、そのほかの投資顧問業者の  
方々の監督、それにかかわるさまさまの認可、登  
録をさせていただいているところでございます。

これは私の個人的な感じですけども、これま  
で金融ビッグバン以来数年間、皆さんが歯を食  
しばっているいろいろ頑張つてこられた成果がちよ  
うど今出てきているのかなと思っております。

その大前提の投資家の保護につきましても、  
セーフティー・ネットワークといいますが、投資  
者保護基金制度も、財源的にも一〇〇%十分では  
ないのですけれども、適正な水準に至っている。  
また、このシステム自体も理解をされてきて、投

資家の方々も、この投資者保護基金があるから安  
心して投資ができるという意識が高まっているか  
と思います。

また、証券会社の分別保管につきましても、こ  
の三月に全証券会社に調査をさせていただきま  
すと、この平成十一年の四月以来、わずか二年間  
で、よくここまで各会社も対応なされたなとい  
う結果が出ております。

非常にびつくりした結果を一つだけ申し上げま  
すと、中小の地域の証券会社の方々、これまで対  
応が大変だったと思っておりますけれども、分別  
保管で問題のあった企業は一つもございません  
でした。

それに加えて、むしろ地域の証券会社の方々の  
方が意識的にはグローバル・スタンダードにな  
っておりまして、外部監査人による監査を何と四割  
もこの二年間で行う、これは財務の監査ではなく

て、分別保管だけの財務監査でも四割になった。わずか二年間にここまで進めてこられたのかと思っております。

それから、ちょっとおもしろい統計がございます。これまで証券会社の全従業員数がずっと減ってまいりました。平成三年六月に十六万六千人がピークだったのが、平成十二年、昨年三月末には九万一千人まで、七万五千人の方が減ったのですが、今は上昇に転じてきておりまして、昨年九月末ですと九万四千人で、まだ集計はできておりませんが、平成十三年三月末でも、昨年の九月以上の従業員数になってきているということ、従業員数から見ても、これからより一層活発な営業活動をしていこうということを感じております。

また、会社数でいいますと、平成十年十二月以来、証券会社でいいますと、六十七社が新規に

参入されまして、企業合併等々をされまして五十社が合併等で退出をされておられます。

この中で、純粋な退出は一社だけでございまして、ほかは合併等によるものでございますが、今のところ二百九十六社。この業態もさまざまでございますまして、どのようなニーズが企業側から出てきても対応できるような、さまざまな業態の企業が出そろってきたかなと感じております。

先ほど厚木課長の方から、今後のインフラ整備ということいろいろとお話ございましたけれども、そういうインフラを十分に活用させていただいて、個人投資家の方々にも積極的に参加をしていただいて、日本のみならず、世界経済の金融の一翼をぜひ担っていただきたい。

そのために、私どもの気持ちとしては、多少小うるさいことを申し上げるかもしれませんが、全体の皆様から信頼を得るために、私ども日々行政

に携わらせていただいている、皆さん方の信頼を得ることを目的とした行政を行わせていただいていることをぜひご理解いただければと思います。

関 ありがとうございます。

先ほど厚木課長からもお話がありましたように、直接金融の比重を高めるといのが市場改革の目的になっておりますけれども、厳密にいうと「直接金融」という言葉は広く使っていて、いわゆる市場型間接金融という投資信託や年金といったものを含めて、いわば市場型金融の比重を高めるといのが正確な意味だと思います。

ま っ ぱ ら そ う 一 つ の 部 分 を ご 担 当 に な っ て い る 企 画 局 市 場 課 の 山 崎 企 画 官、 次 に お 話 を お 願 い いた します。

### 3 直接金融のビークルとしての投信

山 崎 市 場 課 の 企 画 官 を し て お り ま す 山 崎 で ご さ

います。

私の担当は、ただいま副理事長からご案内がございましたけれども、投資信託、投資顧問、証券業規制関係の企画、立案でございます。私、個人的には、証券関係の仕事はこれが初めてでございますが、非常にやりがいのある仕事だなということとを日々実感しております。

私は、九七年七月から三年間、海外勤務をしております。昨年七月に帰国をしたわけでございます。

私が日本を離れる直前は、ちょうどビッグバンを打ち出したところでございまして、非常に大変な大改革をこれからやるんだな、これが実現すると、日本の金融・証券市場は相当変貌するなという予感を持ちつつ日本を離れた記憶があるわけでございます。

帰国しまして、その後の経緯を改めてさかの

ぼって考えてみますと、ビッグバンというのは、いわば金融・証券の大改革の第一歩にすぎない。

まさにビッグバンが始まって、金融・証券市場が急速に変化を見せ、またそれに対する行政当局の対応といえますか、いろいろな制度整備の必要性がまたいろいろできてくる。それがまた金融・証券市場の変革を促し、そしてまた新たな行政需要を生むという、「イタチごっこ」といっては表現として適切ではないと思うのですが、なかなかついていくのが非常に難しい、それぐらいの事柄だなと思っております。

もとより、行政としては、そうした状況後追い型でいろいろ対応していく、決してそれで満足してはいけないわけで、少し将来ビジョンを念頭に置いて、そして逆にマーケットを引っ張っていくぐらいの気持ちで、少し先々を見て行政をしていかないと、特にこの分野はいけないのではないか

という思いを日々強くしているわけでございます。

私の最近の仕事でございますけれども、関理事長から、また厚木課長からもお話がございましたように、いわば大きな広義の直接金融市場を育てていくということで、特に投資信託は、そのために非常に期待されるビークルであるということでございまして、何とかもつともつと投信がこの分野でよりよい機能を発揮できるよう、今心を砕いておるところでございます。

投資信託制度につきましては、昨年の通常国会において、主たる運用対象を有価証券、不動産等に拡大するなどの抜本的な法律改正が行われ、昨年十一月に施行されたところです。

最近の直近の課題といたしましては、上場投資信託（ETF）制度の創設でございます。この上場投資信託につきましては、ことしの二月、ある

いは三月に発表されました与党からの証券市場活性化策等で、その導入について提言をされておるわけでございますし、また四月六日の政府与党の緊急経済対策においても、その制度整備を進めることになっておるわけでございます。

上場投資信託は、カナダを初めといたしまして、アメリカ、ヨーロッパ、あるいはオーストラリアといったところで、実際に取引が行われておるわけでございます。その性質上、マーケットで投資信託を取引ができるメリット、それから現物出資、現物償還型ということで、比較的低コストでの運用、あるいは効率的な運用が可能になるメリットもございます。わが国証券市場にとって、これを導入することは、その活性化につながるのではないかと考えられるわけでございます。

この問題につきましては、先週開催されました与党の税制協議会の場でも、緊急経済対策を実施

するための税制の手当ての一つとして検討されまして、その結果、上場投資信託でございますが、これについては株式並びの課税ということで結論を出していただいておりますでございます。

並行して、私どもといたしまして、上場投資信託の導入のための制度整備の検討を行ってきたところでございますけれども、四月二十三日に金融庁といたしまして、この現物出資型の上場投資信託の導入について必要な政令、府令の改正を六月上旬を目途に施行する方針を明らかにしたところでございます。

金融庁として、このETFの導入によりまして投資家に対して利便性の高い株式投資の手段が提供されまして、わが国の証券市場の活性化に資することを期待しております。

関 それでは次に、企業開示を担当されている総務企画局の大藤参事官、よろしくお願いいたしま

す。

#### 4 会計ビッグバン

大藤 企業開示参事官の大藤でございます。私の担当は、一言でいいますと、わが国のディスクロージャー制度を担当しているということがいえるのではないかと思います。

ディスクロージャー制度とは何かということになりますけれども、三つの観点から考えられるのではないかと思います。一つは、企業会計基準の整備でございます。それから企業会計基準をディスクロージャーの中身として体现していくためのディスクロージャー制度の充実、三つ目が実効性を確保するために行われる行政当局により行われる審査や監査法人等による監査、いわゆるエンフォースメントの充実・強化、大きくいって、この三つの部分に分けられるだろうということござ

います。

ディスクロージャーについては、平成八年十一月の橋本総理のときに打ち出されましたビッグバンの中でも、金融システム改革のインフラの重要な部分として、国際的調和も図りながら、その整備を進めていくことが重点として掲げられたところであり、これに取り組んできたということでございます。

関 今のお話にもありましたけれども、一連の市場改革の中の重要な部分をご担当の会計ディスクロージャー、監査とか、そういう分野にあって、マスコミ的に「会計ビッグバン」という言葉も随分使われるようになり、いろいろな改革が行われてきたわけですね。特に会計基準の分野では、国際的な会計基準になるべく近づけようということであるいろいろな努力が行われたと思いますが、そのあたりを少し触れていただけませんか。

大藤 会計基準の整備につきましては、アメリカの基準でありますとか、国際会計基準というものにもらみ、国際的な調和という観点も踏まえながら、いろいろな項目について精力的に整備を進めてきたところでございます。主なものをあげれば、連結重視のディスクロージャーへの移行があげられます。それから、金融商品について、いわゆる時価評価を導入したことでございます。また、退職給付会計や税効果会計についても整備を行ったところであります。これらの改革が二〇〇一年三月期でおおむね実現されて、まさに国際的にも遜色のない会計基準が整備された状況になったということがいえるかと思えます。

関 それらはもちろん証券市場機能の向上ということにもつながると思えますが、それ以前にコーポレート・ガバナンスをよくする、あるいは企業経営の効率化に非常に貢献するという面ではどう

評価したらいいとお考えになりますか。

大藤 一言でいいますと、透明性を高めるという非常に大きな意味合いがございまして、これにより投資家からの信頼感を高めていくということがあろうかと思えます。

また、連結重視でありますとか、金融商品についての時価評価の導入等により、右肩上がりの経済の中で、どちらかというところ、含み益等を利用したような経営等が行われていたということがありますが、一言でいいますと、そういうことがなかなかできなくなってきた、いわゆる経営者としてもバランスシートの実体を直視しながら、経営の効率化等を進めていかなければならないというふうな面で影響を与えているのではないかと思っております。

関 企業経営の効率化、企業再編、企業の統合とか、持ち株会社の活用とか、分社化とか、いろいろ



るな動きが出てきている。

それで、一方において会社法という法律の世界の対応が進むと同時に、企業会計も、それに応じて対応していかなければならない。そちらの作業も相当大変だったのではないかと思うんですが、そのあたりはいかがでしょうか。

大藤 まず、計算書類規則等を中心にしたいわゆる商法会計とも連携をとりながら進めてきているところでありまして、必要な部分については商法



大藤 参事官

の改正等も行ってきたということでございます。また、税効果会計というものが確立されまして、いわゆる、税会計とも連携が図られているところであります。

関 その時々、例えば時価法を導入するとか、退職金の債務を計上するとか、税効果会計を決算に反映させる、それは状況によつて単年度とすればプラスになる、マイナスになると両方あると思います。そういう問題で、時に経済界の一部から不満が出たり、きついじゃないかという声もちらちらするけれども、全体としては、これらの改革が必要であるという理解は、経済界の中に定着してきているとご判断になれますか。

大藤 企業会計基準を国際的な調和の観点を踏まえながら整備していくことについて、基本的な理解は、経済界に定着しているものと思えます。

それから一方で、会計基準のこのような整備に

当たっては、例えば、退職給付債務については十五年以内ということで処理が可能としているところでございますし、金融商品につきましても、例えば、持ち合い株式等の時価評価については一年任意の期間を設ける等、企業会計審議会の議論等の中で、実務面における円滑な対応等にも配慮しながら整備を進めてきたと考えております。

ありがとうございます。最後になりましたが、総務企画局の河野国際課長の方から、国際的な問題を中心にお話をお願いしたいと思います。

## 5 国際協調の進展

河野 国際課長の河野でございます。

国際課では、金融庁の国際関係の窓口業務全般、それから国際会議への対応、そして国際的な基準の策定などの際の事務局の役割を果たしております。職掌そのものは、銀行、証券、保険の

すべての分野にわたっておりますけれども、証券分野に関して申しますと、私どもの証券チームは企画官をヘッドに、証券取引所からも出向者をいただいたりしながら、IOSCO（証券監督者国際機構）を中心とした各種会議への対応をさせていただいておりまして、また証券分野では、証券課、市場課と緊密な連携をとらせていただきなから、さまざまな国際交渉などに臨んでいます。

それでは、総論的な問題意識、感想ということでございますので、一言申し上げたいと思います。

私は、ちょうど十年前に旧大蔵省の証券局で流通市場課という課にありまして、いろいろマーケットを見ておりましたものですから、どうしてもこの十年を振り返ってみてどうかという観点からちょっと感ずるところはございますが、三つほど申し上げたいと思います。



河野国際課長

最初は、やはりマーケットの変化ということ  
で、これは、まさに今お話にもございましたとお  
りでございますけれども、マーケットの構造が非  
常に変化をし、グローバル化をしてきた。銀行、  
証券、保険の垣根が低下したということもござい  
ますし、それから、やはりマーケットの国際的な  
位置づけといえますか、わが国マーケットの国際  
的な地位といったものにも変化が出てきている。  
実は、十年前はちょうどバブルもございました

ので、やや実力以上に東京市場が注目をされて  
おったような面もございますが、その後いろいろ  
な金融危機を初めとした大変な時代ではございま  
したが、今日、むしろ、着目されますのは、いわ  
ゆる新興市場というものがアジア金融危機で一た  
んは相当なダメージをこうむりましたが、再び台  
頭してきて、そういう意味で世界各地のマーケッ  
トというものがだんだん融合しつつ、しかし、そ  
れぞれのまた個性を持って発展をしているよう  
な、そんな印象を一つ持ちます。

二点目は、この間の技術進歩の速さと大きさで  
ございますが、やはり十年前でも、いわゆるB・  
to・Bの卸金融市場のようなところでは電子的  
な手段も相当用いられ、また相当高度な技術を  
使った商品なども登場し始めておりましたけれど  
も、やはり今日インターネットの普及に伴いまし  
て、電子取引が非常に大衆化したといえますか、

普及をしてきて、それに伴って、先ほどのマーケットの変化が加速されているような面もございますが、こういう新しい技術が非常に大きな影響力を持っているという印象を持ちます。

そして三点目は、私ども国際課の本業の部類に属しますけれども、国際的な場におけるいろいろな監督基準と申しますか、あるいは国際協調のための枠組みの発達が非常に顕著でございまして、この十年ぐらいの間に、特に最近五年、この傾向が顕著ですけれども、銀行、証券、保険それぞれの分野で国際基準の策定がなされて、現在、もう基準は策定されて、あとは基準のフォロワーアップなり、実施を各国でお互いにピアレビューと申しますか、助言し合いながら、さらに実施を進めていく段階にございますので、そういう監督当局同士の国際的な基準づくり、その協調といったものが非常に大きな変化として感じられます。

## 二、市場改革の進展

関 皆様方からそれぞれお話があり、また業界も全体としてよくやっているのではないかと、いうお褒めの言葉もいただいたのですが、市場改革の制度、枠組みの整備は、これまで相当できてきたということですが、本当に新しい枠組みを市場関係者、これは必ずしも証券会社だけではなく、投資家、発行会社も含めてかもしませんが、うまく使いこなしているかどうか、という問題があると思います。そういう観点から、現状をどんなふうに評価されているか。

それで、使いこなせていないとすれば、どういふところを努力していったらいいだろうかということについて、ご発言をいただければと思います。

では、鈴木課長の方から、どうぞお願いします。

す。

1 浸透する市場改革

鈴木 幾つかの例で申し上げさせていただきますと、まず一つは、証券会社が免許制から登録制になった。これは登録制になり、かなり自由な業態、例えば投信販売専門の証券会社、インターネット専門の証券会社、さまざまな業態の専門の業者の方々がたくさん出てきたかなということ、先ほども申し上げましたけれども、かなりの面でも出そろってきた感じがします。

こつこつ意味では、登録制というところは非常に大きかったと思いますし、また参入しやすくなったということ、さまざまな会社がいろいろなチャレンジをされています。

その反面、先ほど申し上げましたように、合併等がどんどん進んでおりまして、この二年間で五

十七社ございますけれども、廃止の届け出をされている。このうち主なものは合併でございますが、淘汰も進んでいるということ、この登録制によつて参入しやすくなるようになり、さまざまな形態が提供され、かつ淘汰も進んできていると思っております。

それから、投資家の方々にしてみると、やはり手数料の自由化が非常に大きかったと思っております、手数料に基づいてA証券会社からB証券会社に口座を移動するという動きが活発になっております。

もう一つは、大きい制度改正で、これは市場の間の競争だと思つたのですが、私設取引システム（PTS）、この制度をつくりまして、今までのところ、株券では三社、債券では五社ほど、このPTSの認可をしております。

このPTSにつきましては、昨年からことしの

年初にかけて認可を行いまして、また、市場関係者の方々がまずこれを利用されるわけでございます。すけれども、試行段階といいますが、少しずつ使ってみて、具合のいいものはどれかを選ぶ段階かなと思っております。まだ完全には利用はされてありませんが、皆さん、これを利用していただくことを前提に試行している。その過程では、この八社のうち、実は一つのPTSについては、既に余り需要がなくて、近々営業をとめてしまうところもございまして、淘汰もこれから進んでくるのではないかと思っております。

また、ここに「商品の淘汰」とございますけれども、さまざま新しいデリバティブ商品等々が出てきておりまして、これも積極的には取引はされております。

また、昨年十一月三十日から不動産投資信託制度が動き始めまして、既に投資信託委託会社三社

を認可いたしましたして、この秋口までにもう数社認可する予定でございます。

これまで有価証券を中心とした取引が、こういう不動産を証券化したもの、普通のものに範囲が広がってきていると思っております。

この新しい商品につきましては、個人投資家の方々も大変興味、ご関心をお持ちで、例えば不動産投信のニュースが出ますと、どこに行けば購入できますでしょうかということ、非常に引き合いが多ございます。

その反面、商品の特性が十分説明されていないような事例も、残念ながら見受けられて、期待多く、またさまざまの商品が提供されているですけれども、一〇〇％順調かという、必ずしもそうでないところも出てきているというのが残念なところです。

ただ、これは、この数カ月、一年かかるかもし

れませんが、こういう商品は、このような説明が必要だということも徹底してくると思いますので、もう少し時間がたてば、また業界ともども行政も努力すれば、成熟をしてくる有効な市場になるのではないかと思っております。

私、この一年間、証券会社の方々、また顧客の企業、個人投資家の方々さまざまなお話をさせていただいておりますけれども、皆さん、活発といますか、元気がいいといいますか、さて、こ



鈴木証券課長

れから一生懸命このところでしつかりと業績を伸ばしていきこう、また個人投資家の方々は、自分の資産をもう一度見直し、自分にとって優良なポートフォリオは何かとこののを考えようという方々がたくさん出てきているなど実感しております。

なお、ただ一つ懸念をしているのは、先ほど証券会社、投資家、発行会社がございましたけれども、証券会社について、やはりもう一度よく考えていただきたいのが、実は、この三月までの一年間の東証の一日平均の売買代金、たしか八千八百億円でございます。これは、平成二年のころと同じ水準でございます。低い水準ではなくて、売買代金としては、ある一定の数字にきていると思っておりますが、残念ながら、平成二年と比べますと、証券会社全体の経常利益につきましては相当下回りそうな見込みでございます。

やはり手数料の自由化があり、手数料が大幅に

下がり、収入が減りつつあるということでございます。今後の長期的な企業としての発展を考えたときに、よく資産管理型の営業姿勢とございますが、収益面から見ても、単に販売手数料に頼ることなく、他の方策、資産管理になるのか、デーリングになるのか、長期的な経営全体の問題として、ぜひ考えていかなければいけないのではないかと思います。

関 市場改革の成果は、徐々にではあるけれども、浸透しつつあるというご判断だと思います。

今、投資信託の話が出ていましたけれども、山崎さんの最初の話にもありましたように、投資信託は非常に期待されている。投資信託も証券という言葉がなくなつて、運用対象が広がり、それに伴うルールづくり等にご苦労があつたと思います。

一方、そういう投資信託ですけれども、専門家の運用サービスという原点のところですね、専門

家の運用能力の向上というんですか、そういったところは基本的に重要だと思つてのですが、そのあたりについては、どんなふうにお考えですか。

## 2 シビアな投資家の目

山崎 お話の投資信託でございますけれども、ビッグバンの一貫として役所の事前承認制を廃止をして、原則、商品設計は各委託会社の自由な経営判断にゆだねることになりまして、そして各社、非常に努力、工夫をされてさまざまな商品を開発をされ、売つてこられている。そうしたご努力は大変よく見て取れると思つております。

そこで、一方、投資家の方の側から見ますと、いわば金融商品として投資信託を見る目が従来に比べて非常にシビアになっている、特に、こういう低金利の時代になりますと、ますます手数料の問題とか、そうしたことに投資家の方が非常にシ





山崎企画官

ピアになってきているのは事実であろうと思いませんし、そうしたときに、結局、手数料あるいは信託報酬に見合う運用サービスが本当に適切にされているのが非常に大きなポイントになるだろうと思います。

こういう状況になりまして、自由化、ビッグバンからまだそれほど日もたっていないわけで、必ずしも運用のプロがアメリカのように多く育っているということではないかもしれませんが、ある

いは相場環境もいろいろ影響もあるだろうとは思いますが、今後は、そうした投資家に対する説明責任といえますか、そうしたものもこれから求められていくでしょうし、そうした中で、より優秀な運用マネジャーのような方も育っていくことを私としては期待をしております。

関 厚木課長、市場改革の大きなテーマの一つとして、市場機能を高めつつ市場間競争、これも国内だけではなくて、海外も含めて市場間競争があつて、それもどんどん現実化してくる。その流れも速くなっている。制度的にも、証券取引所に株式会社化とか、海外との連携とか、そういうのも活発になってくる。そういう展開について、少少お話を聞かせていただきたいと思います。

### 3 株主重視と顧客重視

厚木 そういった市場間競争を通じて、市場サービ

スの質を向上させていく点については、これまでのところ、ある程度の成果が出てきているのではないかなと思っております。

一つは、ベンチャー企業を対象としたさまざまな新しい市場というのが出てきておりますし、先ほど鈴木課長の方からお話のありましたP.T.Sという形で新しい市場取引サービスを提供する証券会社も出てきております。

また、取引所の方においても株式会社化を目指して新しい経営形態をとろうという動きも、もう既に大阪証券取引所については、株式会社化を行った状況にあります、そういう市場間競争、よりよい取引サービスの提供を目指して、各市場が競争する面については、金融ビッグバンの成果がある程度あらわれてきているのではないかなと思っております。

今後直接金融市場を育成していく上で、三つの

ポイントがあると思います。

一つは、市場のインフラを更に整備していく。これは、先ほど申し上げた株式投資の促進税制を整備していくようなことも含めてですけれども、資本市場のインフラを整備していく必要があります。二つ目に、株式発行会社が株主重視の経営を行っていたり、三つ目には、証券会社等が顧客重視の経営を行っていくこと。

そういう三点が相まって、直接金融市場の育成が達成されるんだと思うのですが、金融ビッグバンによって、それぞれ一定の前進はなされていると思いますが、まだまだ足りない部分もある。それをいかに達成していくというのが現在の課題になっているんだと思います。

まず、株式発行会社が株主重視の経営を行うことについては、これまでいわゆる株式持合いという構造のもとで、必ずしも株主重視の経営が行わ

れていなかったのではないかと指摘もありません。それについては、今後、株式持ち合いという構造が変わっていくことによって、株主重視の経営、いわゆるコーポレート・ガバナンスの改善もなされていくのではないかと期待をしているところでもあります。

それから、証券会社が顧客重視の経営を行うことについては、金融ビッグバンを通じて競争がより活性化することによって、その中で、また経営のあり方の見直しがなされ、その中で一定の前進が見られるとは思いますが、先ほど鈴木課長のお話の中に取りましたけれども、顧客への勧誘の姿勢のあり方とか、あるいは顧客への説明のあり方とか、そういう点については、まだまだ不十分ではないかという指摘がなされているところでもありますので、その辺について今後証券会社における新たな対応をぜひ期待しているところであります。

ます。

証券インフラのあり方につきましては、先ほど山崎企画官の話にもありましたが、金融ビッグバンという形で、あれだけ大きな改革を行ったわけですが、その改革を行っている間に、まさしく金融・証券市場の環境自体が大きく変わってきている。インターネットの急速な普及やクロスボーダー取引の著しい拡大という形で、情報通信技術の発達とか、金融経済のグローバル化といった環境変化が一層進展してきている中で、どういう市場インフラや、あるいは取引や仲介者にかかわる枠組み、ルールを整備していくかを検討していく必要性が生まれてきています。

先ほど山崎企画官は「イタチごっこ」といわれましたけれども、私は「終わりなき旅」といっています。新しい改革、インフラを整備すれば、その間にまた環境が変わって、また新しいそれに対

応じたインフラの整備を行っていかねければならぬということとで、こうしたことは市場行政を行っている限り、常に求められていくのではないかなと思っっている次第です。

そういう三つのことがまさしくパッケージと成って初めて、直接金融市場の育成ができるのであって、そういう意味では、ビッグバンで課題となったところでまだ達成できていない部分もありますし、またビッグバンを行っている間に環境が変化して、また足らなくなってきた部分もありますので、そういう部分について引き続き対応していくことが求められているのではないかと思っております。

#### 4 電子化取引の進展と問題点

関 今のお話を少し具体的に展開しますと、いわゆる電子化取引とか、エレクトロニック・トレー

ディングとか、これが市場改革の流れの中で、急速に高まってきていることが指摘できるわけです。また業務の多様化ということで、それに特化する証券会社も出てまいりました。

しかし、そういう電子化取引の展開において顧客との投資勧誘とか説明義務をどういうふうにしたらいいか、あるいはディスクロージャー規制をどういうふうにそこに盛り込んだらいいかという新しい課題も出てくるということだと思っております。電子化取引が拡大してくることについて、監督課長のお仕事では、どういった課題が起きているか。また、電子化取引のいろいろなガイドラインの見直しの作業も進んでいるということなので、そのあたりを少しお願ひいたします。

鈴木 今、インターネットの関係の取引、インターネット関係の営業をされている会社、これは昨年九月末ですが、六十四社ほどの証券会社で既

に行われておりまして、大体半年間で四十万から五十万口座ずつふえている。急速に口座もふえております。

また、いろいろ伺いますと、一口座当たりの取引の金額も伸びつつございまして、今まではインターネット取引ですと、少額取引のイメージがございましたけれども、必ずしもそうではなくなってきたこともございます。

私ども、インターネット取引のときには、一つには、取引が的確に、また安全に行われているかをチェックしております。ガイドラインの改正等も行ってありますが、例えば、これまではコンピュータシステムの安全性と申しますか、また容量が十分であるかについて、正直いいまして余りチェックをしてまいりませんでした。

その結果、コンピュータのシステムダウンが起こり、ある期間でございすけれども、取引が

できない。それから、顧客の方の口座が、あるとき自分の知らないところで書きかえられているような例も幾つかございます。

やはりコンピュータのシステム容量が十分で的確に作動するかどうか、またセキュリティがしっかり保たれているかどうか、これを今後もう一度チェックをしていきたいと思っております。

ちよつと話が変わってしまったのですが、私どもインターネットを扱うとき、先ほどの厚木課長からもございました、クロスボーダーといいますが、外国からさまざまな情報が発信されています、日本の顧客の方を勧誘していると言われております。

インターネットを使うときに私どもが注意しなければいけないのは、一つには匿名性の問題、それから国境がないということがありますので、どういふふうになれば、投資家が一番保護されるの

かを考えておりました、これは、直接日本の国内ではございませんけれども、クロスボーダー取引のガイドライン等もつくらせていただきます、日本人向けに営業をする際には、ちゃんと日本の証取法にのっとったことが必要ですということ、ガイドライン等の改正を行わせていただきます。

また、日本一国ではできませんので、IOSCO の場でも積極的に日本から提案をし、世界で共通の課題づくりに今励んでいるところでございます。

私、このインターネット、よく掲示板とかを見させていただきまして、非常におもしろいのは、一つの情報をだれでも見ることができるのが非常に大きいところでございます、例えば、先ほど厚木課長の方からございましたけれども、顧客本位の営業が十分行われているかどうか。これにつ

いても、例えば、ある会社との取引でこういうような不都合があったというときに、今の投資家の方々は、すぐに掲示板に書き込みを行いまして、やはりあの証券会社がどうも不親切だというのが一気に広まる場合がございますので、この各証券会社の方々も、こういうインターネットを使って、レピュテーション・リスクにさらされているんだというところを十分認識をした活動をしていただきたいと思っております。

関 今のお話の中にクロスボーダー取引の今の日本のガイドライン、例えばアメリカとか、ほかの国が同じようなことをやっているのに比べると、ほぼ同じようなレベルに、大体整合がとれる状況になっているのですか。

鈴木 アメリカとかヨーロッパの国々とは、ほぼ整合性がとれていると思います。ただ、クロスボーダー取引について、認知度が低い国もござい



関理事長

ますので、そういう国ではとれておりませんが、アメリカ、ヨーロッパとは、ほぼとれておりません。

関 電子化取引については、業界の方が少し前にいろいろ勉強し、整理しておりますし、それを金融監督庁時代に河野課長のもとで勉強会をつくっていただいて、検討していただいたことがあるわけですが、その中で、電子化技術を使ってクロスボーダーの取引が行われたときに、その監督を規

制当局間でどういうふうに分担するかが非常に大きなテーマとしてあって、これもIOSCOの一つの問題にあっていると思うんですが、そのあたりは、次第に統一的な考え方が見え始めてきているのでしょうか。

河野 これは、IOSCOの方で、やはり九八年にインターネット上の取引に關します勧告といったようなものを作成いたしましたして、インターネット・タスクフォースを設置した上でフォローアップも進めてまいりましたが、この勧告というのは、非常にソフトな、いわばあり得べき姿のようなものを描いた勧告になっています。

その中に、例えば、どの程度の営業活動が行われた場合に、それは、お客様の居住国のホスト当局とありますが、ホスト当局は関心を持って対処すべきか、あるいは免許なり登録の対象として考えるべきかといったような点につきまして、考え

方が示されております。

そこで、あとは、この考え方に沿って具体的にどういう国内での規制といたしますか、行政のあり方を考えるかという点がございませうけれども、ここは、むしろ市場課長の方からご説明させていただくべきかもしれませんが、最近、わが国としても、基準整備をいたしまして、それにのっとりて、さらにその問題が出てきた場合には対処していくということかと思えます。

ただ、さらにこの先を行く問題としましては、単にそういう営業取引といいますが、国境を越えた証券の販売活動、あるいは募集活動が行われているだけではありませんで、取引所と取引仲介者との境界がだんだん低くなっていく。ECNの登場、あるいはその発展にも関係してまいりますけれども、そしてまた取引所同士が国境を越えて大連合を組んだり、あるいは統合するようなこと

が起こりつつある。こういう場合に、今の法体系でもってどこまで対処できるのか。そこから先に、場合によってはどういう法整備が必要なのかといったような点も、将来の検討課題としてございませうので、IOSCOでの議論などもにらみながら、わが国としても考えていく必要があるかと思っております。

関 ディスクロージャーについては、参事官にもずっと検討していただき、御配慮もいただいたわけですが、投資信託も含めて、投資勧誘の段階で電子的な手法の勧誘をどうすべきかが懸案事項になっております。

法律改正のタイミング等により少しタイムラグはありますが、今アメリカ等で適用されていることとほぼ同様な状態まで来ているのか、もう少しまだ進めるべきところがあるのか、そのあたりはどうでしょうか。



大藤 そこについては、諸外国の例等も参考にしながら、電子化の進展ができるだけディスクロージャーの世界に効率的に生かされるように考えていきたいということでございます。ただ一方で、ほかの分野の取引の電子化等とのバランス等もあり、まさに移行期の問題も残っているように思います。

関 証券界でも、日証協がガイドラインという形で行政ともご相談しながら、いろいろな整備もしてまいりました。しかし、正しい情報が顧客に届かなければいけないということはその通りだが、やたらとコストがかかるというのでは、そもそもアクセス自体をあきらめようというようになってしまつては困るわけです。

大藤 そこは、基本的にはインターネット等の普及状況等もみながら考えていく話だと思つてます。

関 今の電子化取引の問題は、山崎企画官ご存じのように、特に投資信託については、ディスクロージャーの処理をインターネット等を通じて、どういふふうにすれば要件が満たされるのだろうかということ、検討が行われ、これはアメリカでも、SECがずっと取り組んできた課題で、ある程度お手本もあるわけです。この前、政府全体の電子的な法律効果についての法律も成立施行され、金融分野についても一応整理されたことは承知しておりますけれども、専門家からは、まだ使にくいところが残っているという指摘もあるわけです。そのあたり、ちょっとお話いただければと思います。

山崎 今関理事長からお話がありましたように、顧客に対する交付書面の電子化につきましては、昨年、特に秋以降、政府全体としてのIT戦略の大きな柱の一つとしてこれを進めるべしという方

針のもと、関係法案を作成しまして、昨年の臨時国会で成立をし、ことしの四月一日から施行されたということでございます。

特に、証券関係の取引というのは、この電子化になじみやすい分野であることもありまして、証券関係の仕事に非常に大きなかわりのある内容になっておりまして、基本的に顧客に対するさまざまな書面の交付を電子メールであるとか、あるいはホームページを通じて交付閲覧する道をつけたということで、まず第一歩としては、それなりの制度になったのかなという感じはございません。

一方、理事長のお話にありましたように、若干使い勝手が悪いという意見があることも、私もよく承知をしております。

確かに、交付ということになりますと、書面交付にかかわるということですので、例えば、顧客の

パソコンにダウンロードしないといけないのかという点もございまして、文字どおりそういうことだとすると、なかなか実際にそれを利用して交付という行為が行われることはないのではないかといったご意見もございます。

このあたりにつきましては、私も、実際の取引が円滑に行われ、かつ投資者保護上問題が生じないような道を考えていくことが大事なかなと思っております、よく証券会社の方のご意見もお伺いしながら、これは政府全体の施策でございますので、金融庁単独で決められる問題でない面もございまして、よく関係省庁と相談をして、なるべく使い勝手がいい、かつ投資者保護上も問題がないといったようなことに対処していきたいと思っております。

関係ぜひよろしく願います。

先ほど申しましたけれども、電子化取引の分

野、あるいは電子化取引に証券規制をどう当てはめていくかということについても、アメリカでも先行している具体的な工夫もされて、あるいは証券分野については、ほかの分野に比べて特殊な扱いが行われていることもあるかもしれないので、その辺をよくご検討いただいで、ディスクロージャーという投資家のための制度が、投資家が電子化取引をかえって使いにくくしてしまうというのでは、意味がないと思うので、ぜひ残された課題としての検討を進めていただければと思います。

### 三、投資家保護と自己責任

#### 1 投資教育と自己責任

関 先ほど市場課長が、業者において、また発行会社、資金調達側でいろいろ市場改革の実を上げ

るために配慮しなければならないことにお触れになりました。投資家自身の自己責任がよく強調されるわけですが、証券会社等は、適合性原則を初めとして、説明義務、今後適用になった金融商品販売法、あるいは消費者契約法の規制については、きちんと対応しなければなりません。

一方、市場改革でその利益を享受するために、投資家サイドもある程度意識を直していかなければならぬ面があると思うのですが、そのあたりはどんなふうに考えておられますでしょうか。

厚木 まさしくおっしゃるところもあると思います。

やはり投資家のみずからの責任で投資判断を行っていくことが基本にあるわけですので、もちろん、証券会社の説明が適切に行われているかどうかが大前提ではありますけれども、みずからの

責任で投資判断ができるような投資家層を育てていくことも重要でありまして、そのために証券業協会を取り組まれているような投資教育ということも重要な課題になってくる。これは、証券市場等活性化対策のときにも議論されまして、学校教育の中でいかに投資教育を盛り込んでいくかということも、一つの課題だと思っております。

また、既にインターネットの証券取引口座数の増加に見られるように、電子化の進展等の環境変化を個人投資家育成の実現につなげていくという観点も重要だと思つんですね。

まさしくインターネット取引というのは、もちろん基本的には顧客の責任で、顧客の判断で行っているところがあると思いますので、そういったインターネット取引の進展というのは、まさしく自己の責任で取引をしようという投資家がふえていくことでもあると思います。

もう一つは、証券、株式投資を促進するような税制を整備していくことにより、株式取引を行わなかった人たちに株式市場の方に入ってきていただくということで、ますますそういった投資家教育ということが重要になってくると思えますし、そういうことで株式投資に関心を持っていただくということが出てくれば、当然、関心を持った人たちがいろいろなことを、じゃ株式投資を勉強してみようということにもつながっていくと思えますので、そういう株式投資を促進していく税制を整備していくことも、また、それを次につなげていくためにも、投資教育は重要だと思えますし、また、みずからそういう自己責任を持って投資をしようとする投資家があらわれてくるきっかけにもなるのではないかと思っております。

ただ、そのためにも、発行会社の経営の姿勢とか、あるいは証券会社の顧客重視の経営、あるいは

はインフラの話が大前提ではあると思いますので、投資家自身が自分の責任で投資判断を行っていただくためにも、そういうことを進めていく。まさしくそれらが相まって、株式市場・直接金融市場というのは育成されていくものだと思うっております。

## 2 コンプライアンスの充実

関 投資家に対します適切な投資勧誘ということ  
は、証券業の基本であり、また証券取引法の基本的なルールだと思えます。これについては総じて経営者が最も心しなければならぬ問題だし、これまでもいろいろな努力がされてきたと思えます。

やはり多数の顧客との取引ですから、個々の営業の第一線に出ていく営業部隊の教育や研修ということが非常に重要な役割を果たすことと、そう

いった営業部隊に対して、そのルールの遵守を内部で徹底できるコンプライアンスの体制というのでしょうか、これを確立するというのがずっと課題になっているわけですけども、特にそういったあたりについて、鈴木課長、どんなふうにお考えになっていらっしゃいますか。

もう一つ関連して、まだ具体例が出ていることでもないかもしれませんが、金融商品販売法、消費者契約法が施行になってまだ半月ですけれども、何か具体的に、適用状況の情報があるかどうかにも触れていただければと思います。

鈴木 経営者の方々は、非常に企業としてのレピュテーション・リスクを重んじられまして、顧客本位の営業姿勢ということを何度も何度も繰り返して社内に向けて発信されると思うのですが、残念ですけれども、第一線の営業員の方々のところまで一〇〇％徹底しているかという点、徹底して

いない例がまだある。

今、証券会社の営業をされている方々は十万人弱いらっしやると思うのですが、残念ですけれども、その方々全員に徹底しているかというところでもない。

私もやはり第一線の方々はその徹底を昨年の十月以来、集中的に求めてきております。各行政処分等を行わせていただくときにも、第一線の方々への徹底を一番重んじまして、処分、また業務改善等をしております。

ともかく一人でも営業姿勢に問題がありますと、社としてのレピュテーション・リスクになつてしまうことをもう一度徹底をしていただきまして、コンプライアンスも充実、また自分の営業がその社を代表した営業なんだということを第一線の方々にも自覚をしていただく、そのための研修等について重点的にやってきていただいていると思

います。

これもことしの四月一日から金融商品販売法が施行されましたので、それに向けて再度徹底をしていただいたところでございます。

私も、この証券の分野については、金融商品販売法が施行される前にも、証券取引法で適合性原則を始め、さまざまな行為規制があり、いろいろな意味で説明義務が課されているところでございます。今回の金融商品販売法で挙証責任が転換されていますが、それが変わるということで、もう一度これまでの説明の仕方をチェックをしていただくことも、この三月から求めてきております。

と申し上げますのも、やはり個人投資家の方でも説明を聞くのが面倒くさいという方がかなりいらっしやいます、証券会社が説明しようとしても、もうそれは知っているからいいということ

説明を聞かない顧客の方もいらっしゃいます。

残念ですが、そういう場合に、これまで、わかりましたということと説明をされてこなかった例が幾つか見られますけれども、この四月一日以降は、ともかく一つのガイドラインではございませぬが、一つのフォーマットで必ず説明をしていたことが必要です。

私、よく例に使わせていただくのですが、アメリカでレンタカーを借りに行きますと、同じことを同じフォーマットで必ず説明をする。その説明を聞くまでは車のかぎを渡してくれない、ともかく聞かなかつたら渡さないというのは徹底しております。

今回も、この四月一日以降は、どういう場合でも必ず聞いていただくまでは取引に入らない。それで顧客が怒ったとしても、結果的には、その会社にとってためになるのではないかということ

で、再度、説明の徹底をしていただいております。各社から、この四月に入ってからいろいろな報告を受けておりますけれども、各社もそれぞれ個別に今対応をとっていると聞いております。

### 3 投信のレーティング

関 この関連で山崎企画官にお願いしたいのですが、投資信託も非常に商品が多様化して、非常にアグレッシブな投信から非常に保守的な投信がある。パッシブ運用の投資信託もある。その商品の性格を、お客さんが選択するときにわかりやすくする工夫が、前からレーティングをするとか、星印をつけるとか、いろいろな動きがあったと思うのですが、そういったことの取組みについては、まだまだやるべきことはあるのでしょうか。

山崎 基本的に、今や自由化の時代で、行政がこれを縛るといった性格の問題ではないように思っ

ております。

確かに、各格付会社が幾つかの星の数を使ったり、升目を使って、この辺の大体リスクとリターンのところをねらっているんだといった指標を使っているわけですが、業者の方ももう少しわかりやすいものがあれば、工夫をしていく必要があります。

ただ一方で、投資というのはどの程度リスクをとって、どの程度のリターンを求めるかが基本でありますので、投資家の方もそういう問題意識、先ほど厚木市場課長からちょっとお話がありました。投資者教育とも関連をするわけですが、やはりリスク、リターンの関係を投資家にもよく認識していただくことがレーティング等の問題とあわせて大事ではないかなとは思っております。

これは、先ほどの補足ですけれども、証券会社のレビュー・シヨナル・リスクの話が鈴木証券課

長の方から出ておりまして、その問題は、従業員  
の行為にとどまらず、証券会社を経営する人間が  
適正に業務をやっているかといったようなことも  
もちろん大事でありまして、銀行、あるいは保険  
会社につきましては、昨年、金融審議会が主要株  
主、あるいは取締役に関するルールづくりが議論  
をされて、一定のルールを定めて、そのルー  
ル実施のために銀行法の改正法案を今国会に提出  
をしているわけでございます。

証券会社につきましては、銀行、あるいは保険  
会社と規制体系が必ずしも同一でないところがご  
ざいですが、一方で、例えば投資者保護基金と  
いった、証券にとつてのセーフティーネット的な  
ものもあるといったことで、規制体系の違いも踏  
まえながら、証券会社の主要株主や取締役につい  
ても必要なルール整備をしていくことが必要なの  
かなという問題意識は、昨年の金融審議会でも示



されておりますので、今後、その辺も我々として検討していきたいと思っております。

#### 四、会計基準設定主体とディスクロージャーの電子化

##### 1 会計基準設定の財団の新設

関 先ほどお話があつた会計基準については、中身をどうするという実体のほかに、その設定・改正のやり方、あるいは設定主体についても大きな変革が進んでいる。国際的にも I A S C（国際会計基準委員会）の全面的な改組というのがありま  
すし、それと裏腹になつて、わが国でも会計基準をいいものにするを目的として、民間主導の会計基準設定主体をつくるという動きが具体化している、こういう大きな流れになつていふと思つ  
んですが、そのあたりを大藤参事官から少し説明していただけますか。

大藤 わが国として会計基準を整備していくという  
ことになりますと、関係各界の人材、英知を結  
集していくことが必要であり、いわゆる会計基準  
を作成、設定していく機能を高めていくことが必  
要であるということでございます。

そういうことになりますと、経済の実体に近い  
ところにならうしやる経済界でありますとか、経  
済界と申しましても、まさに財務諸表を作成して  
おられる方、財務諸表を利用しておられる方、そ  
れを監査する人というふうな、そういういわゆる  
関係者の力が自発的に効率的な形で結集できるよ  
うなものをつくっていく必要があるということであ  
ります。アメリカの F A S B（米国財務会計基  
準審議会）というふうなものも参考にしながら、  
まさに会計基準に関係の深い方々、いわゆる民間  
が主体的な役割を果たしていけるような枠組みを  
つくっていく必要があるのではないかとということ

で、具体的にいきますと、そういう新しい財団をつくって、その中に会計基準の作成について議論を行う場をつくっていくということ、具体的に動き始めているところがございます。

関 今までの企業会計審議会が会計基準づくりの中心で動いていたことが新しい基準設定主体に移行される時期は、大体いつ頃と予定されておられますか。

大藤 現在、七月ぐらいの財団設立を目的に資金調達でありますとか、準備が進んでいると聞いています。

ただ、実際にどういう形で進めていくかというのは、昨年六月ですか、当時関理事長にも入っていただいて議論をした際にも、会計基準は経済の重要なインフラであり、それをつくる過程が混乱するようなことがあってはいけないと指摘されたところであり、民間の主體的な役割を果たすこと

ろが信頼を得ながら、段階的に混乱なく移行できるようにということが必要だと考えています。

関 新しい会計基準設定主体なるものは、この夏から秋ぐらいにスタートして、それに機能が段階的に移っていくというのが一応の設計図なんですね。

大藤 ええ。いずれにしても当面は、企業会計審議会と連携をとりながら、全体として会計基準の機能を高めていくということなんだろうと思います。

## 2 電子的開示

関 次に、市場改革の中でも非常に重要な柱になっているディスクロージャーの問題に移りますが、長年の懸案であった電子的開示の体制が具体化して動き出すことになると思いますが、それについての評価、残された課題、こういったものを

少し説明していただければと思います。

大藤 電子的な開示システム、「EDINET」と呼んでおりますが、これを円滑に実施していくということ、大きく三グループに分けて実施していくこととなっております。基本的に三年経過後に電子的に処理することを義務的にするということで、本年六月からスタートしようということでございます。まず、財務諸表の中核的な部分である有価証券報告書について、電子的な処理が可能になるということでございます。

この効果でございますけれども、財務諸表作成者、提出者にとつてみると、かなりのコスト低減が図られるのではないかと思います。

また、それを受理して、審査等を行う当局にとつてみますと、従来に比べて能率的にそういう事務が行われることになると思いますし、審査事務等についてより高度化を図っていくことが可能

になってくるのではないかと思います。

それから、一番大きな効果として、インターネットで、データに誰でもアクセスできることとなりますので、有価証券報告書が非常に身近なものとなり、投資のすそ野を広げていくことに大きな役割を果たしていただけるのではないかと思います。

それから、インターネットは、まさに国際的にもつながっているわけでございますので、将来はグローバルな展開にも役立つのではないか、なと期待しております。

EDINETは、国民共通の財産としてできるわけですから、これを証券界とも連携しながら、どうやって有効に生かしていくか。これをベースにして、まだ具体的な将来像はないんですけれども、いろいろない道があるんだと思うんですね。

関 日本のインターネット人口もどんどんふえていくわけですね。それで、アメリカのSECで

も、NASDAQでも、NYSEもそうだと思いますが、インターネットを通じて、そういうディスクロージャー情報にアクセスできるというのは、かなり配慮されていると思うんですけども、日本の方も、かなりきめ細かい対応になっているというのを何か具体的な例で、紹介していただませんか。

大藤 金融庁のホームページ等を通じてEDINETにアクセスしていただければ、たちどころにどの会社の有価証券報告書が見たいということであれば見ることができ、それをダウンロードできるわけですから。従来は紙ベースでごく限られた縦覧の場所に来て見ていただいていたのが、そういうことでアクセスが飛躍的に容易になるということでございます。

関 そのようにディスクロージャー制度が実質的にアクセスしやすい状態になるのは、非常にいい

ことだと思んですが、逆にディスクロージャーについて、それが万一意図的あるいは不注意で不正なディスクロージャーが行われると、その悪影響、公正取引を害するというリスクも増えるわけですね。そういった問題にどう対処するかという問題があります。各国の例でいえば、それはかなり厳しく罰則をかけ、取り締まるという体制を整えるとともに、そういうことが起きないようにするための未然防止の対応にも一段と力を入れなければならぬ、こういうことだと思っております。そのあたりはどんな取組みになっておられますか。もちろん証券取引等監視委員会とか、そちらの問題もあるかと思えます。

大藤 いわゆるEDINETの情報というのは、基本的には公開される情報でございますので、そういう意味での秘密性とか、そういうのはないわけでございますが、ただし、改ざんされることに

なると問題でございますので、現在の技術でできる限りのセキュリティが確保されるよう、まさに対応しつつあるところでございます。

### 3 監査の充実

関 電子的な処理ということだけではなくて、正確なディスクロージャーに対する取り締まりとか、そういう問題についてはどうですか。

大藤 まず、財務諸表については財務局の方で受理し、審査を行っているところでございまして、審査をできる限り充実していきたいということでございます。

それから、公認会計士、監査法人による監査についても、信頼度を高めていかなければいけないということ、いろいろな観点から取り組んでいくところであります。

例えば、公認会計士協会で品質管理レビューと

申しましようか、ある監査法人、ある公認会計士等が監査をしていくわけですが、そういったような内部の監査・審査体制が適正かどうかについて公認会計士協会が評価をするようなシステムを導入したところであります。また公認会計士の方々の水準を高めていく観点から、公認会計士協会で継続専門教育制度をスタートしたところでございます。これは今は任意でございますが、義務化の方向で協会で検討されているところであります。また、公認会計士の方が監査を行う際の規範である監査基準についても企業会計審議会ですべて全面的に見直しを行っております。

関 だんだんディスクロージャーの内容の質的な充実、あるいは正確性の担保という分野になりましたが、それについては企業会計審議会の部会とか、私も参加させていただいた公認会計士審査会の方の小委員会でも随分いろいろな提案が出てお

りますが、着実に実施されているのでしょうか。

大藤 公認会計士協会の施策等で具体化されている分野もかなり多くございますし、それから昨年六月に公認会計士審査会のもとで監査制度小委員会でいろいろ論点を整理していただいております。それにつきましては、今度は公認会計士の監査制度等に関する審議機能が金融審議会の方に移ったわけでございますけれども、金融審議会の中でも公認会計士制度部会を設けてまして、引き続き議論を深めていきたいということでございます。

関 近年の動きを見ますと、公認会計士協会の役割というのも、格段と重要になってきたと思います。その会計基準の分野でも、監査制度の分野でも今後一層重要な役割を果たすわけで、公認会計士協会そのものの運営については、どういった課題があるのでしょうか。

大藤 公認会計士協会においても、監査の充実に

協会自体の問題として非常に積極的に取り組んでいただいているところでございます。

ただし、こういったような点につきましては、公認会計士協会の取組みだけということではなくて、行政当局としても適切に役割を果たしていく分野というのもあるだろうと思っております。まさに行政当局、公認会計士協会、それから監査を受ける側の経済界、これらの関係者が連携をとりながら、わが国のディスクロージャーの信頼性を高めていくため取り組みを進めていく必要があると思えます。

## 五、市場運営・監督体制における 国際協調

1 IOSCOの動き

関 これまでもお話があったように、国際的な市場の運営のルールというようなものを国際基準

として整合を図る、統一を図る、そういつたことがいろいろな国際的な検討の場、フォーラムで行われていますが、証券の方では、やはり国際証券監督者機構、IOSCOが中心になっていると思います。河野課長から最近のIOSCOのいろいろな動きは、どんな状況になっているか、お話をいただければと思います。

河野 IOSCOの活動は、もうご承知のとおりでございますけれども、大変多岐にわたってはおりますが、一番核になっておりますのは、三年前の九八年九月に公表されました「証券規制の目的と原則（オブジェクティブズ・アンド・プリンシプルズ）」というものでございます。

これはまたご承知のとおりですが、三十の原則を並べまして、これは八つカテゴリーがございます。全部申し述べるようなことはいたしません。規制当局に関する原則もあれば、自主規制の

原則、あるいはいろいろな規制を実際に執行する際の原則や発行体の原則、市場仲介者の原則等々というように、非常に幅広く原則を挙げまして、さらにその原則を実施していくためのメソッドロジックというようなものも確立されてきております。

そこで、このIOSCOでは、そういう九八年の原則の実施のための取り組みといったものがまず活動の柱の第一でございます。

それから、次に挙げられますのが国際会計基準との関係でございます。やはりこれにつきましても、会計基準そのものはご承知のとおり、国際会計基準委員会というのがございます。

これはIASCと申します民間団体でございますけれども、ここで会計基準の策定を順次行ってきました。最近では、わが国でも時価会計の問題をめぐって、このIASCの活動が非常にクローズアップされておりますが、一つの重要なステッ

プは、IASCの基準というのを証券監督当局、証券行政当局が採択をし、その使用を推奨していくようなことを行っておりまして、実際、これは名前を申しますと、「多国籍の証券の募集及びクロスボーダーの上場を容易にするための国際会計基準の使用に関する決議」というものがございまして、これは二〇〇〇年五月十七日のIOSCOの総会で承認されました。こういう形で、国際会計基準の使用をIOSCOとしても承認をし、推奨していくような活動がございまして。これが二番目の柱でございまして。

あとは順次、幾つかその他の活動を申しますと、インターネット上の証券活動についての勧告の策定、そのフォローアップといった作業、証券決済システムについての勧告をただいま策定しているとか、さらには先ほどおっしゃいましたクロスボーダー証券取引の許認可のあり方、あるいはイ

ンターネットの上で行われます不正取引を取り締まるためのインターネット・サーフェーの実施とか、こういったいわば執行（エンフォースメント）に関するような問題、こういったところが現在のIOSCOの活動の中心となっておりまして、今日、加盟国・地域が八十三にふえております。それだけ拡大してきたということだと思います。

関係 お話のように、活動の規模、質的にも非常に拡充されているわけですが、特に、最初お話しになりました九八年の規制に関するプリンシプルを決めた文書は非常に重要で、各国ともその内容を国内に適用していく段階だと思えますけれども、我が国の場合、市場改革でいろいろな改正、改革が行われたことで、それに準拠した体制はだんだんできていくといえるのでしょうか。

河野 やはりわが国としまして、このIOSCOでの原則の策定の段階から実施、あるいは今日



の活動に至るまで、できる限り積極的に参加するように努めておりますので、そういう意味で、日本のいろいろな物の考え方、あるいは日本での体制などは十分この原則に反映もされ、またその実施においても、わが国として十分国際的な水準に立つて実施を行っているものと考えておりますけれども、やはりマーケットは、もう日々、全くご承知のとおり動いておりますし、新しい問題が出てまいりますので、わが国として最先端の問題についていろいろ外国のマーケットや当局者からも学びながら、さらに進めていかなければならないと思っております。

そして、いろいろこういう国際機関での議長職なり、事務局での日本人スタッフなりが少ないというような問題もございますけれども、例えば最近ですと、金融庁の大久保参事官がIOSCO理事会の副議長に就任をいたしましたし、あるいは

証券担当の金井企画官が証券アナリストプロジェクトチームの議長に就任をするというように、こういった活動の中で、日本としてできる限りリーダーシップと申しますか、主体的な役割を果たすように努めております。

関 国際的な活動においてわが国が積極的に発言して、国際的な基準づくりに貢献していることがよくわかりましたが、そこで決まった国際的な基準をわが国がどう適用しているかについて国際的な評価はどんな状況でしょうか。

河野 実は、やはりビッグバンを経まして、わが国としても、そういう意味で商品の自由化なり、あるいは市場ルールの整備なりといった面については、もうまさに国際的な水準に十分達しているものとは思いますが、今、むしろ金融庁において作業中でございますのは、さきほど厚木課長が触れられた証券決済システムの改革というもの、これ

やはり進めてまいりませんか、なかなか真の意味でグローバルで、かつ低コストの市場になってまいりませんので、このあたりは金融庁としてただいま法案策定を含めて作業を進めております。

それから、やはり新しい問題がどうしても出てまいりますので、インターネットにつきましても、これは、やや私の前職での仕事の話になりますけれども、金融監督庁で電子金融取引に関する研究会を行いまして、そこで幾つか提言をちょうだいしたり、あるいは金融庁発足後も政府としてのIT基本戦略の中で法改正、それから市場のインフラ整備などに金融庁としても参画をし、また証券取引等監視委員会で、先ほどのインターネット・サーフェーの参加を含めまして、問題となるような取引が起らないような体制の整備を進めておりまして、そういう意味で、このビッグバンで大きく前進はしましたけれども、世の中の変化

が激しいものですから、これからまだまだやるべきことはたくさんある。

さらに、国際的な面から申しますと、これもさきほど話題になったクロスボーダーの証券取引への対応、それから証券取引所間のいろいろな再編成と申しますか、連携・統合の動きなどへの対応も迫られておりますので、こういった点については、さらにわが国として制度の整備も含めどういうふうに考えていくかが課題かと思えます。

関 I O S C O のアナリストに関するルールづくりの活動に金井企画官が参加されているといわれましたけれども、どのような検討状況になっているのでしょうか。

河野 これは、実は、まだ基準づくりという前に、まずファクト・ファインディングを中心としてスタートするような予定にはなっておりますけれども、ただ確かに証券アナリストの職業として

の健全性なり、あるいは将来の発展といったものを考えますと、職業上必要なルールといったものは、どういふものが整備されるべきで、またその活動においてどういふ規律と申しますか、ディシプリンが適用になるかとか、現状把握の上で始終そういう職業としてのあり方のようなものの議論を進めてまいる予定と聞いておりました、6月のIOSCO総会時に開催される専門委員会において、正式に具体的な検討項目が採択され、その後半年を別途に何らかの成果を得るといふスケジュールになっております。

## 2 国際会計基準の見直し

関 河野課長の方から、IOSCOの活動の一環として国際会計基準を見直す作業に相当力が入れたという話がありましたけれども、国内的に会計基準を施行していくというのは、大藤参事官

の方のお仕事になるわけですが、そのあたりがどんなふうに進んでいるか、どう評価されているかについて、ちょっと御説明いただければと思います。

関 連して、特に国際会計基準も、昔は、専門家である公認会計士の皆さんが、IASCという自分たちの機関で会計人として専門的につくっていくという姿だったわけですけども、實際上、会計基準を適用して、ディスクロージャーに制度として利用していくには、どうしても公的な政府ベースの支援が要るといふこともあって、証券規制、特にディスクロージャー制度と結びつけて、IOSCOの活動とドッキングしてきて、まさに監督当局の方もIASCの活動を支援して、国際的な金融づくりを進めよう、こういう動きになってきたと思うんですね。そのあたりを触れていただければと思います。

大藤 国際会計基準といいますが、そのような動きが今非常に活発化している背景には、やはり経済取引、あるいは金融取引のボーダーレス化があるんだと思うんですね。それからグローバル化というんでしょか。

いずれにしても、財務諸表については、できる限り比較可能性を高めたという要請もございませうし、それから財務諸表をつくるのに、できれば一種類で済むというのが理想だということでございますので、できるだけそういう理想に近づけていきたいという要請もあります。また、そういうことを実現していくことによって、経済取引とか金融取引がより活発化するし、国境を越えてどんどん行われることになる、というような期待もあります。

わが国としても、そういう動きに対して受け身で対応していくということだけではなく、国際会

計基準が整備されていく過程にむしる積極的に、わが国としての考え方を発信していくことが必要なのではないかと思っています。

そういうこともあって、いわゆるわが国の会計基準をつくっていく、機能を高めていくにはどうしたらいいかということについても議論しているところでございます。

それから、IASCの活動が、従来はいわゆる公認会計士の世界の中の、ややどちらかというところと学術的なものだったわけですけれども、それがIOSCOと連携することによって、実質的な効力を有するようになってきている。

これは、一つは、IOSCOのサポートがあるというのもあるんですが、もう一つは、アメリカがそういう動きに対して、今まではどちらかというと距離を置いていた時期もあるんですけども、むしろ、積極的に関与してきているように

なっていることがあると思います。

例えば、国際会計基準というのは、言語の世界でいうと、各国それぞれの言語があつて、その上に共通のものをつくっていいこうということなので、一種のエスペラント語みたいな話なんだと思うんですね。

言語の世界ではどうなっているかというところ、結局、エスペラント語は共通語にはなっていないから、結局、一国の言語である英語が実質的に国際的な言語に今なるうとしていて、ということなんです。

会計の世界も、かなりそれに似たような状況があるということもいえるんじゃないかと思うんですね。国際会計基準というのは、本当に活動がスタートしたところは、まさにエスペラント語だったわけですね。その一方で大きな市場を背景としてアメリカのSEC基準というのがあってということ

でございます。今後、会計基準の世界においてどういうような形で調和化、収れんが図られていくかについては、まだまだ不透明な部分があるのではないかという感じがいたします。

関 今のお話で完全に各国の基準が一本になるまでに時間がかかるのであれば、国際的な大企業が同時に各国の市場で証券を発行して資金調達をするというような典型的な例では、各国バラバラの会計基準によるディスクロージャーが必要となる、同じ証券発行において、アメリカで発行する分はアメリカ基準、SEC基準ですが、それから日本は日本基準、ユーロ市場ではヨーロッパ各国の基準によるディスクロージャーが必要になるというのでは、いかにも煩瑣です。

そうなると、例えば、その企業がヨーロッパの企業であれば、ヨーロッパで使われている基準でディスクローズをすれば、アメリカの市場でも日

本の市場でも正規のディスクロージャーとして容認する、こういうことをお互いに認めることを目指すことになると思います。

このような問題に対するわが国の対応は、かなり弾力的になっていると思うんですが、大藤参事官に少し説明していただければと思います。

大藤 わが国として基本的にそういうことに対しては柔軟に対応していこうということがございませけれども、具体的にどうやっていくかという部分については、まだこれから国際的にも議論が行われていくのではないかと思います。

というのは、昨年の五月にIASBのコアスタンダードについて、IOSCOが、いわゆるグローバルなクロスボーダーの取引については、それを使うことを勧奨するみたいなことを決めただけですが、それを読んでいただきますと無条件ではないわけで、各国はいろいろ追加等ができる

ようになっていきます。実際、各国がどの程度ブラス・アルファとして注記等を求めていくことになるのかというところあたりが、これから具体的には問題になってくるのではないかと。例えば、アメリカがそれに対してどの程度の柔軟性を見せるかというようなこともあると思うんです。わが国としては、このような動きも見ながら適切に対応していくことだと思います。

それから、会計基準の部分については、国際会計基準の議論の中でできるだけ収れんを図る方向でいくんだと思いますけれども、結局、各国の経済取引でありますとか、いろいろな企業行動、例えばバランスシート等ですね。バランスシートの構造も恐らく各国の企業でいろいろ特徴があると思いますので、そういったような各国の相異を踏まえて、各国の独自性というんでしょうか、国際的な共通部分のほかにどれだけローカルな差異を

認めていくかというところは、これからの問題として議論されていくのではないかと思いますね。

今まで金融商品等について議論が行なわれてきたところですが、固定資産についてどう考えていくか、あるいは企業結合についてどう考えていくかといったようなところになってくると、やはり各国の独自性みたいなものをどこまで考慮していくかということが今後議論されるところではないかなと思います。

関 先ほどのIOSCOの最終勧告の中では、各国が留保をつけるとか、補足を求めるとか、そういう権限は残したわけですね。ですから、みんながそれを使い出せば、なかなか目的が達成できないということになる。だから、こういう問題で一番リーダーシップをとるであろうアメリカでは、留保や補充の必要については何か具体的な動きが出ていますか。

大藤 はっきりとした方向というのは、必ずしも出ていないんだと思います。

### 3 マネーロンダリングへの取組み

関 もう一つ、国際的な協調という問題では、これは証券だけではなくて、主として問題になるのは銀行かもしれませんが、やはりマネーロンダリングの国際的な取り組みが非常に大きな問題になっていて、これは先進国サミットでも何度も議題になって、だんだんいろいろな枠組み——FA TF（金融活動作業部会）でしたか——の活動が進み、また時々報道されますけれども、アメリカ、イギリス、かつて銀行秘密で有名だったスイスでも、この問題を厳格に取り扱うという流れになってきたと思うんですが、そのあたりは何か説明いただけますか。

河野 このマネーロンダリング対策も、ここ数年

で相当進展を見た分野でございませうけれども、金融庁の場合には、特定金融情報室と申しますか、英文略称でF I U室というものがございまして、こちらの方で情報の収集と司法検察当局との連絡のようなことを行っております。

きょうは専門家がおりませんが、ただ、この分野は、そういう意味で各国における体制整備をとにかく促進していかないことには、幾らルールだけできましても実効を伴いませんので、現在、世界各国の幾つかの地域に分けて、それぞれの地域の中でどの程度マネーロンダリングに關します原則が遵守をされているか、それをフォローアップした上で、これはやや語弊はございますけれども、ブラックリストも公表しまして、そのリストに載っている対応が必ずしも十分でない国につきまして、各地域ごとにその地域の他の国々がいろいろな形で技術支援を行ったり、あるいは相

談をしたりしながら、制度の整備を進めていくような活動を行っております。

具体的には、このアジア太平洋地域での議長国を日本が今務めておりまして、アジア太平洋地域内でマネーロンダリング対策が十分でない国がリストに幾つか載っておりますので、そのリストに載った国に対していろいろな働きかけをしまして、主体的に制度の整備と執行面での体制づくりを応援しているという、そんな状況にございます。

鈴木 私どもも、マネーロンダリングを初め、いろいろな個別の案件につきまして、各国の規制当局と日々密接な連絡を行っております、また、クロスボーダー取引についても、やはり適切に行われるように、各国ともども一緒に規制を行っていくこととしております。



4 国際的な提携

関 それから、日本の市場改革というのは、ご承知のように、国際的に通用する市場を目指すとか、国際的な市場機能を備えるようにしようということだと思っておりますが、一方、アメリカ、ヨーロッパだけでなく、アジア地域もそれぞれの国が自国の証券市場を整備して、それを経済発展に大いに役立てようというのは、ほぼ共通にそういう政策を打ち出しております。また、アジア地域のいろいろなフォーラムでも証券市場の整備が国際的に討議される。こういう状況になってきているわけですが、このような流れについて河野課長少しお話しいただけますか。

河野 これは、皆様ご承知のとおり、特に欧米の取引所間の合従連衡というものがよくニュースになっておりますし、それからヨーロッパではもうご承知のとおりですが、先般もランファルシー委

員会の報告というものが欧州理事会でも採択されまして、二〇〇四年を目指して、いよいよヨーロッパも証券市場の本格的な統合を進めていくという中で、規制の統一化といえますか協調、そして監督の協調といったようなものに非常に力点が置かれているような段階でございます。

そして、わが国の場合、私どもで承知している限りでも、東京、大阪証券取引所、あるいは東京金融先物取引所におかれまして、諸外国の取引所といるような協力関係の構築を進めておられると伺っておりますけれども、この分野では、どうしてもヨーロッパ、アメリカ、最近では香港やシンガポールのようなところも非常に積極的になってきておりますので、やはりわが国としても、一つの戦略を持ってさらにそういった連携の話に対応していく必要がございますし、アジアでこの市場がある意味でハブとなって、資金の流れの一

つの中継地点として重要なものになるかというの  
は、実は、必ずしも勝負がついたといえる状況で  
はないと思います。

確かに、東京市場は非常に大きな規模は誇って  
はおりますけれども、これがアジアの中での位置  
づけという場合には、香港もシンガポールも今非  
常に力を入れて市場を振興し、また欧米取引所と  
の連携を進めております。

特にシンガポールの場合、顕著でございますの  
は、オーストラリアなどの地域内の統合なり連携  
を強めようという動きが顕著でございますので、  
わが国の取引所としてもおくれることなく、そう  
いったものには是非々々でよろしいと思っております  
が、対応していく必要があるかなという印象を  
持っております。

山崎 現在、国境を越えた市場間の提携の動きと  
いうんでしようか、そうしたものが非常に盛んに

なっておりますアメリカ、EU、アジアという三  
極がいろいろ入り乱れて提携をして、よりみずか  
らの市場のステータスというんでしようか、使い  
勝手というものを向上させようという動きがまず  
まず強まっておりますということで、例えば、先物取  
引についてはフランスMATIFと米国シカゴの  
CMEとの提携が実際にあるわけでございますけ  
れども、わが国の関係でも、先日発表の東証とC  
MEの提携の動きといったようなことで、いわば  
クロスボーダーでさまざまな取引、あるいは証券  
会社がクロスボーダーでいろいろビジネスを進め  
ていくといった動きがこれから出てくる。

そうした中で、例えば、外国の証券会社が日本  
の国内の取引所に参加をする、あるいはその逆の  
動きといったことも予想されるわけでございまし  
て、そうした大きな流れに対応するための制度整  
備のようなことも、我々としては大きな課題と

思っております。

現在は、日本国内で外国証券会社が営業する場合には、日本国内に支店を出してもらって、それを登録していただく制度になっておりますけれども、この辺の話を含めて、クロスボーダー取引の進展に行政、制度としてどういふふうに対応していくかが大きな課題と思っております。

関 A P E Cとか、アジアの蔵相会議とか、いろいろな国際的なフォーラムがありアジアの資本市場をどうやって構築していくというのが議論になっていると思います。国際金融面の政策と結びついているわけですけれども、そういった問題については、わが国はどんな構えでいるでしょうか。河野 そういう意味では、一時やはりいろいろな国内での問題への対応に追われまして、なかなかこういう国際的な市場振興のような観点まで金融監督庁なり金融庁で十分な対応ができていなかっ

た面があったかもしれませんが、今日この状況の中では、今進行中の日・シンガポール経済連携協定の交渉の中でも、証券市場の連携といったようなものが、むしろ先方から持ち出されてきたりしておりますので、金融庁としても、これに対しては、どういふような位置づけが両国にとつて一番利益が大きいかといったような観点から参加をしております。

やはりそういう視点をこれまで以上に金融庁として重視しながら、しかし、自由な営業活動はもちろん自由な営業活動として民間主体でやっているただかなければなりません、それを当局としてどのように環境整備のお手伝いをさせていただけるかどうか、あるいは規制上の問題が生じた場合に、どのように速やかに対応させていただけるかどうか、やはりビッグバンの精神というものは引き続き持った上での当局の対応が必要と感じてお

ります。

##### 5 自己資本比率規制の見直し

関 証券会社の活動も国際的になる状況の中で最近自己資本比率規制の見直しが行われましたが、見直しの目的・内容等について鈴木課長お願いします。

鈴木 先ほど少し申し上げたのですが、日本の証券会社は、日本の経済のためではなくて、世界の経済に貢献をしてほしいということで、日本の証券会社がほかの国から見ても、財務も健全であると信頼をしていただくために、この三月ですけれども、自己資本規制の計算の仕方を大幅に改正させていただきます。

これは、IOSCOにおきます議論、それからイギリス、アメリカの規制当局との議論を踏まえまして、グローバル・スタンダードという言い方

がいいかどうかは別ですけれども、グローバル・スタンダードに合った自己資本規制の計算方式に変えさせていただきました。今後は、ほかの国に対しても、日本の証券会社の財務健全性をこの比率をもって説明ができるようになるかと考えております。

関 この三月の見直しは、総対的に評価すると、前より少しきつめになったんでしょうか。そのあたりをどうでしょうか。

鈴木 前のと比べ、きつくなったかといいますが、若干ですけれども、きつくなったようです。

これは、一番大きいところが、これまででは劣後ローンの導入に当たっては金融庁の承認が必要でございましたが、今回は、事前の承認は必要ない、ただし、劣後ローンを返す際には承認が必要という点と、それから劣後ローンの自己資本に組み入れる比率につきまして、これを改正しており

ます。そういう意味では、若干きつくなっております。

ただ、実体的に日本の全証券会社について算定をしてみますと、一、二の例外を除きまして、大きいところで一〇ポイント程度の低下、通常ですと大体一、二ポイント程度の低下にとどまっております。

関 ねらいそのものは、やっぱりより適切に健全性を評価できるようにきめ細かくしたということなんです。

鈴木 はい、きめ細かくしたことと、あと国際基準に従ったということですね。

#### 6 受渡決済制度の改善

関 厚木課長から冒頭にお話のありました受渡決済制度の改善ということとで、国際的な目標として、特にアメリカが打ち出しているT+1について、

て、二〇〇四年という目標が出ております。それを実現するために、日本としては相当短い時間で、法整備から始まって業界の体制、さらには投資家の方の意識改革、かなり基本ですけれども、効率的なシステムの構築、そういうものをかなりスピーディーにやらないと間に合わないという状況があるんだと思います。

そして政府ベースも、民間ベースもいろいろな努力が今続いているわけですけれども、国際的なT+1とか、STPとか、DVPですか、こういったものがかなりの確度で、二〇〇四〜二〇〇五年までに実現できるような国際的な流れになっているかどうかというのはどうでしょうか。

河野 そこは、もちろん国際的にも多少なのでごほごほございますし、例えば決済システムの統合のような話も、構想はもう前からございますけれども、その実現に当たってのいろいろな障害があっ



各界から集まりました意見を踏まえた勧告案の最終的な検討が行われております。

その中にいくつか証券決済システムが満たすべき最低限の要件とか、あるいはその実現に向けて努力すべきベスト・プラクティスというようなものを記載しておりまして、もちろん原則でございまずから、やや抽象的な面もありますけれども、証券決済の法的枠組み、リスク管理、あるいは参加のための基準、ガバナンス、あるいは透明性など、種々そういった点についてのベスト・プラクティスでございまずから、模範的な基準ということあれかもしれません、模範的な事例のようなものを掲げまして、株、社債、国債、あらゆる証券にわたるものを対象としておりますのと、あと先進国だけでなく、むしろ途上国にどういったいい決済システムを採択してもらおうかといったような点を焦点にしている。

それから、クロスボーダー取引への対応といったようなものも意識されてというように、今後、証券決済システムの改善を各国図っていく上で参考となりそうな基準のようなものの取りまとめが、ただいままされに行われております。

関 国際基準的なものにだんだんなっていくかも  
しれないということですね。

河野 そうでございまずね。

現在行われている市中協議においても、相当の反響があるようございまずして、理事長のおっしゃるとおり、国際基準的な役割を果たすことを期待して、勧告案の実施状況を評価するための手法を含めるべきといった意見も出ているようございまず。このような意見を含めまして、年内に最終案を取りまとめるべく作業が進んでおりますので、やはりわが国としても主体的に参加をして、その中からまた有益なものが出てくれば、それ

を採択してまいりたいという考えもございます。

## 7 その他の国際的な動き

関 先ほど触れられましたランファルシー報告については、私も非常に興味を持って見守っているのですが、ストックホルムのEU蔵相会議でも、大体基本方針は、了承されたということなので、かなり実現性が出てきたと思うのですが、一方、あれだけのものをかなり短い期間に具体化するのにはなかなか大変かなという思いもあるんですけれども、河野課長はどうお考えですか。

河野 これを本当に各国が実現していくことは、相当な努力とスピードを要すると思いますけれども、欧州の場合、私も感じがしますのは、当局よりもマーケットがもうとにかく先を行っていて、いろいろな統合が現実に進んでいるという中で、むしろ、当局には相当焦りが見られますので、こ

こは、私ももちろんこの期限までに本当にできるかどうか、判断するようなこともできませんが、少なくともマーケットの動きによってものすごいプレッシャーがかかっているという点は非常に強く感じます。

関 これは国際的な動きの中で、ぜひ河野課長に話していただきたいんですが、このところ、ドイツの資本市場改革というのが非常に注目されているわけです。

ご存じのように、ドイツは、ユニバーサルバンクの国で、銀行中心の金融システムの国と見られていて、まだ現にそういう一面がありますけれども、ここ数年、しかも社民党政権のもとで急速に資本市場重視にシフトしている。それから今のランファルシー報告とも関連していますけれども、規制面でも、イギリスのFSAスタイルの、まさに金融庁を設け、それに統合していくという、行



政機構の見直しなんていうのが打ち出されている。我々としても、これに見習うところは見習わなければならぬと思いますけれども、そのあたり、ドイツの動きについて何かお話しただければ……。

河野 ドイツに対して、私どもが感じますのは、かなり政策的に個人投資家による株式の保有を促進するための幾つかの税制上を含めた措置をとってきて、また行政の力点もだんだん金融機関主体の行政からよりマーケットを重視する行政の方へシフトを図っているのではないかと思うような点がございます。理事長よりご紹介がありましたとおり、今年一月に発表されましたドイツにおける金融監督組織の改革に関する政策案においても、従来業態別に三つに分かれていた監督機関を「連邦金融市場監督機関 (Bundesanstalt fuer Finanzmarktaufsicht)」として、統合することと

なっておりますが、関係当局の幹部の発言から、その背景にはまさに、このような問題意識があるものと思われまます。

やはりそこはドイツとして、これはヨーロッパを非常に非常に意識し、またフランクフルトをロンドンを凌駕するような市場にしていこうという強い意図もあつての政策だと思えますけれども、非常にいろいろな会議で胸を張ってお話しになるものですから、そういう意味では、一つ明確な政策目標を持ってやっておられると思えますし、そこはまたその中からわが国として学ぶ点があれば、ぜひ学んでいきたいというようなことも考えております。

関 厚木課長何かございますか。

厚木 先ほど山崎企画官の方からクロスメンバーシップの話がありましたけれども、それに関連して、取引のグローバル化や情報化の双方にかかわ

る問題として、海外の取引所の端末をわが国に設置するという場合に、これを外国有価証券市場との関係でどう整理していくのか。それに対して市場のルール整備をどう行っていくか。海外取引所の端末の問題も一つの今後の課題になってくると思えます。

関 既に、アメリカあたりでは、SECがヨーロッパのいろいろな市場システムの端末を認可するとか、そういう動きも出ていますから、早晚、日本でもアジア地域との関係も含めて出てくる問題ですね。

## 六 終りにあたって

### 1 直接金融の拡充

関 これまでいろいろお話しをいただきましたように、それから厚木課長、冒頭でご発言されてい

ましたけれども、日本の金融全体の中で直接金融、あるいは市場型金融の比重を高めなければ、金融システム全体もうまくいかないし、今後の日本の経済運営にとってもそういうことが必要だということについては、コンセンサスが急速にできてきたと思います。これは本当にここ二年ぐらい、そういう政策的な合意ができてきたことは大変結構なことだと思います。

しかし一方、実際の数字を見ると、これだけ市場改革に取り組んだわけだけでも、統計上、株式が時価で表示される面もありますが、アメリカ等に比べると、市場型金融で家計から流れている資金の量は、フローでも、ストックでも、大変少ないわけです。

また、一般にはユニバーサルバンク、間接金融中心の国だ、ややそういうイメージが定着していたドイツでも、急速に直接金融にシフトしてい

て、家計の金融資産の一〇%ぐらいが株式になっている。

市場比率で整備された枠組みを使って、それを活用して、その目的を実現していくかということについては、まだまだ大きな課題を残していると思います。

このような問題意識を持って、今後どういことが必要だろうかということとをそれぞれお話しただけだと思います。

厚木 今お話がありましたように、個人の金融資産に占める株式の割合を見ますと、日本の場合は、一九九九年で六・四%、それに対して、アメリカが二四・二%、ドイツも二二・七%。一九九一年には、日本が六・六%だったのですが、それに対してドイツが六・五%だったのが、一九九九年には二二・七%ということで、急速に日本とドイツの間で開きが出てきているということ

で、先ほど理事長からのお話にもありましたように、やはり間接金融中心から直接金融中心の金融システムを確立していく、流れを促していくという意味から、金融庁としては、個人金融資産に占める株式の割合を早急にドイツ並みの一〇%台まで持っていくという具体的な目標を掲げて、各種政策を講じて、その実現を図っていきたいと思っております。

先ほど申し上げたような三つの施策、株式発行会社が株主重視の経営を行う、証券会社が顧客重視の経営を行う、個人投資家の市場参加の促進のための税制を初めとするインフラ整備を行っていく、その三つの政策を今後強力に進めていきたいと思っておりますし、そういう考え方は、今回の緊急経済対策の中でも示されていると思っております。

鈴木 私は、社会に出ましたのが昭和五十三年

で、昭和五十年代から昭和六十年代も含めまして、何も考えなくても、ある一定の金利が得られまして、ともかくだまっけても稼げた時代だと思っております。

その後、平成元年に発行された十年ものの国債も償還が来、これから自分自身でこの市場に参加していかないと、どうも自分の資産がふえないということがこの一、二年明確になってきていると思います。

インターネットのさまざまなものを見せていただきますと、個人投資家の方々も、さあ、これから少しずつ始めていこうかというような機運も見られますので、私も、投資家、とりわけ個人投資家をだましたり、個人投資家に適切な情報を与えなかった場合、一段と厳しい監督、処分を行っております。

自分の判断で損をした、これは仕方ないと思

ますが、情報が的確に出されなかった、また万が一にもだますようなことがあった場合、私もは、極めて厳しい処分を行い、個人投資家の方々に安心して、この市場に参加してもらうことを進めたいと思っています。

## 2 投資信託の改善

山崎 株式と投資信託トータルの数字で申し上げますと、ドイツが二三・二%、日本が八・七%、アメリカが三五・一%でございます。株と同様、投資信託につきましても、日本の保有割合は非常に低いということでございます。

今、鈴木課長からお話がありましたように、確かに、今まで日本の投資家といいますが、資産保有者というのは、利回り確定型といいますが、そういう時代にずつとならされてきておったわけでございますけれども、これから金融界ではペイオ

フ解禁をにらんだ動きもありましょうし、生命保険会社もいろいろ再編の動きもある、こういうことでいや応なくリスクとつき合っていたただかなければならない時代になるわけでございます。

そうした中で、投資信託というのは、そのリスク商品を始めるに当たって、基本的なまず第一歩として、投資者にとつては非常に利便性の高い手軽なものであると私も思っております。先ほど最初にETFの導入ということを申し上げましたけれども、ああいうようないろいろな商品が出てくることで、これから投信を通じて、直接金融の底上げが進められればなと期待をしております。

### 3 最後に

関 お話しのように証券市場には多くの課題が残っておりますが、それに取り組むにあたって、

今後行政と業界との意見疎通を十分行う必要があると思いますが、皆様方はどのようにお考えでしょうか。

厚木 私は、昔、九一年度、九二年度ですが、証券局におりまして、去年また証券市場関係の仕事に戻ってきたわけですが、その間の過程でいろいろなことがあったと思うのですが、市場関係者の声というのが、こちらが意識して聞いていかないと、なかなか受動的に待っていたのでは入ってこないことについては、昔と相当違ってきているという感じがします。

もちろん、我々の方として市場行政をやっているわけですから、市場の声を常に聞いていかなければいけないということ、できるだけ意識して、市場関係者からの意見を聞くようにしているんですけども、やはりもう少しいろいろな市場関係者の方でも、いろいろな制度、ルールの改善

とか、そういう要望もあると思いますので、そういう要望があるときには、ぜひ積極的に私どもの方にそういう意見も出していただければ、我々としても、お互いに意見交換をして、議論をしながら、よりよい制度にしていきたいと思っていますので、そういう意味で、今回、証券業協会の方で毎月一回、意見交換の場を設定していただいて、具体化しておりますし、そういうある意味でのオフィシャルな場だけではなくて、日常的にいろいろな制度のあり方についてご意見とか、そういうことがあれば、我々は常にオープンにしてありますので、そういう意見をぜひ聞かせていただければと思います。

関 この座談会を企画した趣旨には、行政担当者の考え方や御苦労について業界の皆様にも知っていただくことがよいという意味もあるわけです。

大藤 ディスクロージャーは非常に重要でござい

ますけれども、ディスクロージャーの重要性についての意識をどうやって高めていくか。その過程で開示の内容等について、本当に何が必要で何が不要なのか、不必要というところあれですけども、何が必要なのかをこれから吟味していく作業が必要だと思います。だれも見ないのではないということだと、なかなか市場は変わっていかないとということでもございますので、各方面の意見をうかがいながら真剣に我々も考えていきたいと思っています。

それから、ディスクロージャーにつきましては、わかりやすくしていくのをどういうふうにやっていけばいいのか。ディスクロージャーの内容について、真に必要なものをわかりやすくというキャッチフレーズで、真剣に議論させていただきたい。

関 ご存じのように、証券市場の市場改革のやつ

ばり一番重要なポイントは、みずからのリスク・リターンを判定して、証券投資をする個人投資家も入ってきていただく、その層を厚くしなければならぬということなんだと思うんですね。

それについては、国内でコンセンサスがあると思うんです。そういうことを進めるに当たって、ディスクロージャーはこういう役割を果たすのか。前から思うわけですが、一方において、どんな会計基準でも何でも精緻にしよう、ディスクロージャーも精緻にしようというような考え方があるわけです。

ところが、精緻にすればするほど、今度はわかりにくさというのか、専門家は別として一般の人にはわかりにくくなる。そうになると、制度化されたディスクロージャーを見てもどうもよくわからないということになります。そうすると、そこをどうやって調和させるかということがどうもディス

クロージャー制度の宿命的な課題のように思うのですが。

大藤 そう思いますね。

関 それから、今おっしゃったディスクロージャーのあり方、特にわかりやすさと正確さ、詳細さと簡便性というのかな、それはぜひ調和をとる必要があるし、大変難しい問題だけれども、やっぱりある程度どこかで線を引いて、やってみてまずければ、少し修正をしていくとか、早目にどこかに線を引いてやらないといけないなと思うので、よろしくお願いしたいと思います。

大藤 あとディスクロージャーは、証券取引法等で法律的に求められるディスクロージャーのほか、取引所でありますとか、そういった自主規制機関が求めるもの、さらにIRといったものがある、そこは相互にうまく連携してバランスよく整備を進めていきませんか、法律的な部分だけ

頭でつかちになったりということでは、決してうまくいかないのです、そこら辺の話が重要だろうと思います。

関 そういう面では、アメリカはディスクロージャー、特にSECは前レビット委員長のとときにいろいろな新機軸を打ち出している。その中で、いまだに議論が続いていますけれども、例のアナリストだけ、プロだけが特別な情報を得ることを禁止するというルールが導入されました。

大藤 FDですか。

関 FDRルール等が打ち出されて、それがどういう効果を持ったかといういろいろな調査も少しずつ始めていますね。あれは、とにかく専門家にも個人の投資家にも同じ情報を渡さなければいかぬよということが基本ですね。ああいう議論も日本でも必要になるでしょうし、監査との関係では、公認会計士の独立性確保という問題もいろいろ

るな議論になっていきますね。こういうことも、これから重要になるのではないのでしょうか。

大藤 そうですね。

関 本日は、長時間にわたり、活発な意見交換、意見表明を頂き、大変ありがとうございました。