

座談会

金融庁の取り組みについて(下)

〔出席者〕

(発言順、官職は座談会当時)

金融庁

総務企画局政策課長
(現監督局銀行第一課長)

鈴木正規

総務企画局企画課長
(現財務省国際局総務課長)

有吉章

総務企画局企業開示参事官
(現防衛庁管理局会計課長)

細田隆

総務企画局国際課長

塚越保祐

総務企画局市場課長
(現証券取引等監視委員会総務検査課長)

厚木進

監督局証券課長
(現資源エネルギー庁総合政策課長)

鈴木正徳

総務企画局企画官
兼証券決済法令整備準備室長

山崎晃義

司会 日本証券経済研究所理事長

関要

今回の座談会は、平成一四年五月二八日と六月七日の二回に分けて開催した。速記原稿を前後二回分に編集したうえ、参加者の皆様に六月末頃までに所要の補筆を加えていただいている。

目次

証券税制の改正	
証券市場の整備とアジア関係	
格付機関と金融庁の立場	
商法改正等と金融庁の考え方	
空売り規制と信用取引制度の見直し	
証券会社の業務の適正化	
投資信託の現状と課題	
市場開設や運営面の問題	
証券会社のビジネス・モデルと業務展開	
証券決済制度改革の現状と課題	
資産流動化法の改正とABS市場の発展等	
私募投信と外国投信等	
政策評価とパブリック・コメント	
民間との意思疎通	

(参考 前号掲載)

この一年の主要課題	
ディスクロージャー制度の役割	
国際的な整合性への対応	
市場行政の展開	
仲介業者の信頼性向上	
投資信託市場の整備	
電子化取引の進展と投信目論見書の改善	
立法活動の活発化と審議会の動向	
いわゆる「ビジョン懇」の審議	
BIS規制の現状	
I O S C Oの活動	
テロ資金対策と本人確認	
ジョイント・フォーラムの活動状況	
多国間の情報交換	
新しい会計基準の導入と課題	
監査基準の見直し等とエンロン事件	
電子開示方式の現状	
「苦情処理」から「紛争解決支援」へ	

証券税制の改正

関 それでは、次に業界の関心の強い証券税制の問題に移りたいと思います。株式譲渡益課税において大きな動きがありました。それについて鈴木政策課長からお話をお願いいたします。

鈴木(政策) 税制は、去年は証券界のお力も随分いただきました。非常にエポック的な年だったのではないかと思っています。その第一点は、税制上、キャピタル・ゲイン、特に株の譲渡益課税は従来、預金、貯金に比べてより厳しい税率あるいは税制だったと思いますが、それが通常の上場株式については二〇%、長期のものは一〇%という税率でもわかりますように、去年の改正で逆転いたしました。それ以外にもいろいろな制度が加わりまして、税制上、全体として明らかに預金よりも優遇される形になったというのが第一点だと思います。

もう一点は、非常に技術的ですが、譲渡益課税

に申告を不要とする源泉徴収の仕組みを入れていただいたということです。従来、源泉徴収制度というのは、支払いの一定額を徴収することですが、一五年一月から導入されますものは、実利益、要するに売上の差額に税率を掛けるという非常に新しい形の源泉徴収の仕組みをとっています。証券界の方にも非常に御負担をおかけする面もあるのですが、この源泉は実利益にかけた一方、税額は年間の損益を通算した額に対して行うスキームになっていますので、非常にリスク回避しやすい税制の第一歩になったのではないかと。そういう意味でも新しい源泉制度になっていると思っております。

この二つが大きいのではないかと思っておりますが、実現するのは一五年一月からです。全体として見ると、複雑になり過ぎているのではない

かとか、実際にやってみて本当にうまくワークするのかとか、いろいろな声もあるのですが、本制度は将来的に幅広く活用していただける可能性を秘めた制度ではないかと思っていますので、ぜひ定着させて、うまく利用していただきたいと思います。と思います。といいますのは、一般の投資家の負担がなく、しかも、損益通算できる制度というのは、今後いろいろな分野で活用できる可能性があると考えられるからです。

そういう意味でも、去年一年は証券税制にとつて非常に大きな一年だったのではないかという気がしています。

関 金融庁においても、平成二二年一二月からですか、「金融税制に関する研究会」を設けていろいろ検討されて、もちろん「租税原則との調和を考えたつ」ということも入っておりますが、効率的で国際競争力のある金融市場を育てる税制を実

現しようという中長期的な目標を立てて、昨年七月には研究会としての論点整理が発表されております。その後も同研究会は、引き続き残された課題について検討を進めていると思いますが、どのような状況でしょうか。

鈴木(政策) 今年取り組んでいますのは、テーマ一覧にも書いてありますけれども、二元所得税についていろいろ御議論があるので、それについて金融界におられる方々の率直な御意見をいただけないかと思っています。

二元所得論については、理論的な部分と実務的な部分があると思いますが、これについて論点をできるだけ整理した上で、六月にも論点整理を公表できればと思っています。この中で、去年からの流れと重なる部分は、リスクのある商品について損益通算をできるだけ幅広く認める、しかも、それを比較的低率の分離課税でやる必要があるで

はないかという考えです。二元所得論というのは、そのものずばりをすぐ導入するのはなかなか難しいとは思いますが、少なくとも理念としては、リスクのある金融商品に対する所得については損益をできるだけ通算していくという点は関係者の方も、範囲をどうするか、税率をどうするかとかという点は、いろいろな御意見があります。この部分は比較的意見が一致しているのではないかという感じはしますので、これからいろいろ



鈴木政策課長

る論点を整理していきたいと思っています。

関 二元所得税論については、私どもの研究所としては以前から関心を持って調査等を行ってききましたが、急にというか、予想より早くということ、税制論議の表舞台に登場したので、喜んでいくわけですね。金融庁の研究会だけでなく、政府税調の基礎問題小委員会でも取り上げられており、そちらの公表されている資料などを見ますと、理論的な問題点が指摘され慎重な意見も出ているようです。今の政策課長のお話にもありましたように、例えば、金融所得ですが、どの範囲を取り込めればいいのかという議論、特に預金類似商品と少しリスクのある商品とを一緒にやるのは難しいのではないかという議論があるようですけれども、そういう議論はこれからどのように展開、あるいは調整されていくのか等差し支えない範囲でお話しいただければと思います。

鈴木(政策) 率直にいいますと、今の段階では、証券界以外の金融界の方々に損益通算に余り魅力を感じておられない部分があることは事実です。また、理論的に二元所得論は問題であるという税法学者の方もおられて、今の段階で二元所得論について意見が一致している状況ではありません。

ただ、いえますのは、特に似たようなリスクのある商品については、同じような税制でできるだけ損益を通算した方がいいのではないか。こういうところは比較的コンセンサスがあるのではないかと。似たような商品なのに余りにも税制が違うケースもあるのではないかとということも含めて、できるだけ早くこうしたものはできるだけ損益通算の対象に取り込んで同じ税制で取り扱ってはどうかと思っています。

関 一五年一月からのキャピタル・ゲイン課税の

円滑な実施ということと長期的な議論の両方が必要であるということだと思いますが、より具体的に、残された証券関係の税制では、例えば配当課税の問題、それから、テーマ一覧にもありますけれども、今後特に個人を中心とする証券市場を育てていきたいという観点からクローズアップされている投資信託の税制、ある程度改善されましたがまだ懸案事項が残っている公社債税制、これらの取組みについてはどんな御意見でしょうか。

鈴木(政策) 投資信託の税制については、去年は本当に税制改正の最後の最後まで議論しました。この部分も、株と同じような性格の株式投資信託については株と同じような税制の中で損益通算したいということで随分議論したわけです。いくつかの論点はありませんでしたが、その一つは、今の日本の投資信託の場合、インカム・ゲイン、配当とか利子で受け取った額を必ずしもそのまま配当とし

て配るということではなく、キャピタル・ゲインもインカム・ゲインとして分配できるということがあり、突き詰めていくと、配当水準によってキャピタル・ゲインにしたりキャピタル・ロスにしたりすることが、投資信託の運用の中でできるのではないかとということがありました。これについては、現在利子、配当、キャピタル・ゲインと税制が違う中で、これを混同して分配するようなものについては株と損益通算することは無理だという話がありました。

翻つて、これは個人的な意見ですけれども、投信を組成されている方にお願いたいなと思っておりますのは、従来の投信は従来どおりの制度でいいと思うのですが、諸外国の場合、インカム・ゲインだけを配当する投信の方が普通という話もあり、まさにキャピタル・ゲイン、キャピタル・ロスはそのままその投信のキャピタル・ゲイン、

キャピタル・ロスになるという新しい商品をつくれば、それはまた改めてきちっと議論できるのではないかと思えます。そういう新しい商品をつくるのが新しい税制への道を開くのではないかと思っており、そのような商品をお願いできないか、去年の税制改正が終わった後から時々申し上げているところです。

公社債税制については、いわゆる課税玉、非課税玉が市場における当面の最大の問題だと思っております。個人が保有しているか法人が保有しているか、チェックできないことがネックになっていますが、今回証券決済システム法ができますと、いわゆるペーパーレスの過程の中で登録債という形になるので、これがかかなり普及すると、だれが保有しているかということについて、確認がとれることになりそうですので、この問題についても、要するに個人が混同するとか、そういう問題

の部分もクリアできることになります。場合によっては指定法人の範囲を広げるとか、いろいろ出口が広がるのではないかと思っております。この法制が施行された後の姿として、課税玉、非課税玉の問題は解決が可能になってくるのではないかと思っております。

関 例えば「骨太の方針」の中に、直接金融を重視したシステムに円滑に移行するために個人の株式投資に係る環境整備を行うとか、税制についても、個人、企業の経済行動に対して中立的な税制を構築しなければならないという表現がされてきて、そういう直接金融重視の考え方が背景にあつて、今回のキャピタル・ゲイン課税の見直しもできたと思いますし、ETFやREITに対する税制も非常に早くでき上がったように思います。しかし、業界には、直接金融重視ということが政府の方針であるのであれば、税制の見直しにおいて

も、直接金融を支援するような姿勢をもつて出し、欲しいという率直な気持ちがあるようですが、それについては、財務省との折衝や政治との調整をおやりになっていて、どんな感じをお持ちになりますか。

鈴木(政策) 証券税制については、証券界それから幅広く産業界も含めて、去年は何とかする必要があるという声をいただいていたものですから、金融庁としても相当思い切った形で発言もさせていただきました。また、業界の方もいろいろ活動されたことで、関係者間で証券税制について大分理解が進んだことが一定の成果につながったと思うのです。

関 そういったモメンタムが続いていくことを期待したいですね。投資信託の税制について、御担当の山崎室長からお願いします。

山崎 投信の税制についてですけども、これは

今後の改革の方向性を明確に示すのはなかなか難しいなというような気がしています。というのは、一つは現在の投信税制は、基本的に源泉分離課税になっていて、一般投資家が幅広く参加する商品としては、極めて簡便な制度になっている。投信関係の業界としてはなれ親しんだものになっているというのが一方であって、他方では、リスクに着目した税制を構築していけばいいのではないかとというような意見も大変強くて、これをどう調和させていくかという点が、本質論だと思います。

税制論としては、そもそも株式投信の利益は利子所得となっているので、これをどうやって例えば損失を面倒見るような譲渡所得の形に構成していくかというのは、技術的にいえば、大変難しい件というところはあるのだからということと、悩んでいるところなのです。

関 去年もいろいろ議論が重ねられ、いろいろと御苦労があったと思います。

山崎 損失、リスクに対応したような、着目した税制がしてくれるような商品ができれば、投信の普及に役立つかと思えますので、いろいろな研究していききたいなと思っているところです。

証券市場の整備とアジア関係

関 ありがとうございます。ここで塚越課長に一つ伺いますが、最初にちよつと触れられたと思うのですが、証券市場の整備に力を入れているアジアとの関係で何かお話がありますでしょうか。

塚越 冒頭でちよつと触れましたのは、日・ASEANの協力ということを総理もおっしゃっています、その中に金融サービス分野が入っています。そうすると、当然、証券分野も含めてど



塚越国際課長

ういう協力ができるかということなのですが、既にシンガポールとは先ほど申しました証券取引のMOUを結んでおりまして、あとのASEANですと、一般的な監督者同士のおつき合いを超えたものがあるかどうかという点、正直いってどうかと思います。ただ、一般論としましては、エマージング・マーケットの監督者とも関係を密にしていこうということで協力関係は進めております。

それから、やはりアジアということで申しますと、この間、柳沢大臣が香港とシンガポールを訪問して、先方の証券監督者それぞれと懇談し、かつ、証券取引所を視察しました。それぞれの取引所はある意味では大変進んでいまして、さらにお互いがライバル意識を持っているものですから、何とか東京も取り組んでグローバルに展開しようという動きがあつて、そういう意味では、我々も大変おもしろい議論ができました。大臣も証券市場の活性化ということに非常に重点を置かれますので、その後いろいろなところでそのときの御感想を述べられております。そういう意味では、香港、シンガポールとは、先方も非常に進んだ取引所の形態をとっておりますので、今後とも情報交換あるいは監督上の意見交換を進めていくことになると思います。

関 財務省の国際金融局の担当事項がもしれませ

んけれども、アジア開発銀行（ADB）の活動なども証券市場の整備というところにかなりアクセントがおかれているようですから、金融庁の国際的な仕事の中でもその辺の動きがあるのかなと思つたのですが。

塚越　そういう意味でいいますと、財務省の方で、ASEANプラス³とか日・ASEANもやっておりますし、九七年の危機以降、マニラ・フレイムワークという枠組みがございます。さらに、アジアとヨーロッパのASEMという会議がございます、そういった機会に、いろいろな形で証券市場の育成とか金融市場全体も含めた意見交換、それから短期の資本移動についての意見交換やモニタリングという話が出ておまして、我々もそういうコンテクストでいろいろな形で協力しております。

格付機関と金融庁の立場

関　財務省の方で反撃を始めたようですが、外国の格付会社に対しては金融庁の方はどういうお立場なのでしょう。つまり、日本の国債の評価を下げるという動きの理由として大きく二つあるように、一つは将来の財政運営面の不安であり、もう一つは不良債権処理問題との絡みがあって金融機能が十分に働いていないというもので、後者の方は、特に金融庁の問題かもしれないと思うのですが。

有吉　個々の問題、不良債権はどうかという日本の経済実体の話はもちろん、我々としても「こうですよ」ということはちゃんと発信していくということだと思えます。ただ、例えば今財務省が格付機関といろいろとやりとりされているのは、まさに国債の発行体としての立場からの御発言だと思います。金融庁という立場でいえば、我々はま

さにマーケットを見る立場で、格付けその他もその中の一つのプレーヤーですので、発行体という考え方は少し違うという感じがします。

関 ここはおかしいのではないかというような議論は何かないのですか。

有吉 格付機関は直接いろいろと話に來られるということでも、もちろん話はしますけれども、ただ、それに対して物をいう観点からいえば、まさに国債の発行者としてのお立場からやられているということだと思つのです。

商法改正等と金融庁の考え方

関 前の御議論の補足になりますが、商法改正とかコーポレート・ガバナンスの問題に対する金融庁の考え方といったあたりについて、有吉課長からお願ひします。

有吉 究極のところは株式は、社債も同じですけ

れども、基本的には企業のパフォーマンスに依存するわけです。そういう意味で、それぞれの企業が投資家イコール株主に目を向けた形での経営をやっていく。それを担保というか支えるための制度、仕組みとしてコーポレート・ガバナンスが大事だ、このあたりは従来からずっと一貫していると思つのです。

今回、商法改正で、いろいろな形でコーポレート・ガバナンス強化のための制度改正を行いました。そこはそこで評価すべきですが、他方、会社組織の部分については今回は任意的な仕組みですから、具体的にどれだけの企業にそういったことをやっていただけなのかということは一つあるのではないか。他方、コーポレート・ガバナンスは、そういう組織論的なところ以外にも、例えば四半期ディスクロージャーとか運用の面もありま

すし、コーポレート・ガバナンスの実現の仕方

も、例えば海外に行くと、むしろ証券取引所の上場規則的な形で定められておりますので、そういう形でのアプローチもあり得るのではないかと思います。感じはいたしております。

あと、商法絡みで申し上げますと、コーポレート・ガバナンスの話も重要ですが、非常に大きいのが、資金調達面というか、資本政策の自由度が、金庫株その他、ストック・オプション、法定準備金制度の改正等、ものすごく上がったと思います。



有吉企画課長

ますので、投資家にとって魅力のある形で企業のリスクをとっていただけるような形はできた。これからは、企業に投資家ないし株主の声をどうやって反映していったらいいか、企業を経営していただくか、こういうところになっていっているのではないかと、やや個人的な感想ですが、そういうことです。

関 この問題について、厚木さんいかがですか。厚木 コーポレート・ガバナンスは、今回のヒアリングの一つの大きな柱でして、ある大学の先生は、金融システム改革において制度面についてはやるべきことをほとんどやっているのではないかと。グラウンドを幾ら整備しても、プレーヤーが悪ければいい資本市場はできないとおっしゃられていて、むしろ発行企業のコーポレート・ガバナンスを変えていかないと、つまり、発行企業が株主価値の最大化ということで株主に目を向けた企

業経営をやって、ROEなり、利益が上がることにしていけないと、資本市場の活性化といつても到底無理ではないかということ強くおっしゃっていたのが印象に残っています。

いろいろな方に、コーポレート・ガバナンスの改善に向けてどんなことができるのかということと御意見を聞いたりしているのですけれども、その中には、ニューヨークにしろ、ロンドンにしろ、取引所の方でさまざまな取組みをしているということと、取引所として何かできることはないのかという意見がございました。そのときに議論としてあるのは、商法改正のときもそうだったのですが、形式的に外部取締役の数とかそういうことを整えても、どれだけ意味があるのだろうか。実質的に本当に経営者が株主のことを考えて、企業経営をやっていくということにならないと、単に形だけ整えるということにならないのかという

御意見と、もう一つ、そうはいつても、そういう制度、まず形から整えていかないと、なかなか企業経営の実体は変わってこないのではないかと、御意見もあって、その辺は取引所なり、証券業協会なり、市場開設者と、今後何ができるのかということについて議論していく必要があるかと思っております。

関 その関連で、商法の改正等に伴い、自社株の取得、総会でその権限を認める議決がなされる会社が増えてきたと報道されていますけれども、何かコメントをいただけますか。また、最近新聞に四半期決算を取引所の方の自主ルールで打ち出していくという話が出ていますが。

厚木 まず、金庫株の解禁については、従来の商法における規定が債権者保護に偏り過ぎていたのではないかと。むしろそのために企業が状況に応じた機動的な資本政策をとることを妨げていたので

はないかという批判があり、我々も、もう少し株主価値の最大化という観点から企業経営を行っていくためには、そういった弾力性を持たせる必要があるのではないかとということで、これは議員立法という形で行われたわけですが、それに関連した不正取引を防止するための証券取引法の改正について、我々もお手伝いをさせていただき、アメリカのセーフハーバー・ルールを参考に、相場操縦行為を防止する予防的な措置としての取引ルールを内閣府令によって制定させていただいたということ、最近金庫株の自社株取得が相当増えてきております。それがうまく活用されれば、企業の機動的な資本政策にも資すると思えますし、また、株式市場の効率的な価格形成にも資するのではないかと思っています。

もう一つ、四半期開示の話については、冒頭ちょっと申し上げましたが、ディスクロージャー

の強化が今後残された政策課題の一つの大きな柱だと思っております。その中で、ディスクロージャーのエンフォースメントと四半期開示による機動的な情報提供が重要な柱になってくると思うのです。四半期開示については、証券取引所の方でも極めて積極的な取組みを行っております、この前の活性化戦略の中でも、金融庁は取引所に対してアクション・プログラムの策定を要請するという一文が入ったところであります。

関 ありがとうございます。市場機能向上のための新商品として証券化商品や投資信託が注目され、相当のエネルギーを注入して、資産流動化法や証券投資信託を見直す作業が行われて、枠組みはまさにできたわけですが、有価証券投資法人はできたのですか、実際にはほとんど使われていないようですが……。

有吉 不動産を入れた形のもの結構出ているの

ですけれども、有価証券投資法人でいうと、まだちよつと……。結局、新しいスキームになると、押さえておかなければいけないポイント、クリアしなければいけないポイントというか、法的な解釈とか、税法上の問題とか、細かいところがいっぱいあって、初めてやるのは結構大変だろうと思うのです。そこで、昔なれたものを使っているところがあるのではないか。

それと、流動化にしても、見ていますと、SPCもどちらかというと、不動産のようにこれで登録免許税の軽減が図られるとか、あるいは本体からの倒産隔離のようなことが相当はつきりした形でできるとか、それに伴うメリットが非常に大きいので割合と使われています。他方、従来からも相当やっていた金銭債権の証券化とか、海外SPCを使うというやり方が割合と定着している部分は、新しい制度の枠組みを利用していただくとい

うことにはまだなっていない。そこは皆さんの認識の不足も少しあって、例えばSPITという制度自体を余りよく知らなかったとおっしゃる方もいるので、今後少し実績が出て、かつ、倒産隔離に関する意識がさらに強くなっていけば、証券化の仕組みというのは何を使ってもいいわけですから、それなりのコストもあるかもしれないけれども、その中で一番しっかりしているものを使うということになるのではないか。

あと、財投改革でも、例えば住宅ローンの証券化で、従来、財投の仕組みの中で、すべてのリスクを抱えて何となく平準化していた部分が郵貯、運用部、住宅公庫とそれぞれ分かれて、それぞれの責任においてちゃんとリスク管理しなければいけないということになります。そうすると、その間の資金の流れは、証券化とか、そういった形で処理せざるを得なくなると思いますので、これは

結構起爆剤になるのではないかという感じはいたしております。

関 A B S の市場は、アメリカでももともと住宅ローンであるモーゲージ債権の証券化、M B S の方から始まり発展してきたわけですから、日本でも住宅公庫等の住宅ローンの証券化がきっかけになることも期待できるでしょうか。

有吉 こういう証券化は、不良債権をやるよりも優良債権をやる方がはるかに簡単ですので。

空売り規制と信用取引制度の見直し

関 次に市場規制の問題に移りたいと思います。

証券市場の構造改革・市場の公正確保のためにいろいろとルール整備等が行われ、中でも市場の公正性・透明性の確保という観点が重視されて取組みが随分進んだわけですが、厚木市場課長から、そのあたりをお伺いできますか。

厚木 昨年一二月以降、個人投資家の証券市場に対する信頼向上のためのインフラ整備をさらに徹底するという観点から、空売りへの総合的な取組みを行ってきたところであります。

基本的な考え方としては、空売りについては、一方で、市場に流動性を供給し、その厚みを増すという側面と、他方で、相場操縦的な行為に利用されるおそれがあるという側面とがあり、その規制等に当たっては、両者のバランスを十分考慮する必要があるとところです。こうした点を勘案して、空売りに対しましては、従来から証券取引法令において、空売りであるか否かの別について明示及び確認することを顧客や証券会社に求める明示確認義務や、相場操縦的な行為を未然に予防するという観点から、一定の価格において空売りを行ってはならないとする価格規制が課されてきたほか、取引所や証券業協会、証券金融会社等にお



厚木市場課長

いても、一定のルールを定めること等により、環境整備が図られてきたところであつたわけです。

しかし、昨年の一二月以降、一部の証券会社の検査等において空売り規制違反や作為的相場形成といった法令違反が認められたほか、従前の空売り規制等について総点検を行ったところ、信用売り残高及び信用売り代金が、空売り規制の強化が行われた九八年一〇月以降、増加しているといったこと等が認められたところであります。

こうした実態を踏まえまして、金融庁として、空売りへの総合的な取組みとして、証券取引等監視委員会による監視上の対応や、法令違反行為に対する行政処分の実施といった監督上の対応を行うとともに、規制上の対応として、大きく分けて三つのことをやってまいりました。

第一に、市場における取引の透明性の向上及び市場への注意喚起、第二に、信用取引制度における株券調達コストの見直し、第三に、空売りの価格規制への見直しであります。

まず、第一の市場における取引の透明性の向上及び市場への注意喚起については、二つのことを実施しております。一つは信用取引に対する明示確認義務の適用であります。信用取引については、過度に利用される場合には、委託保証金率の引上げや貸し株の申し込み制限等の措置が発動されるとともに、もともとこの制度が個人投資家向

けの制度であったということ等から、従前の規制では、明示確認義務の適用除外とされてきたところであります。しかしながら、証券会社や大口機関投資家による信用取引の量が拡大しているという実態や、アメリカでも我が国の信用取引に相当するマージン取引が明示確認義務の対象となっている点なども考慮しまして、信用取引の透明性を高め、モニタリングを強化するという観点から、信用取引についても明示確認義務の対象とすることとし、そのために必要となる内閣府令の改正を行い、二月二〇日から施行しております。

二つ目の施策が、市場への注意喚起の機動的発動に係る諸措置ということでありまして、これは、信用取引の過度の利用や、制度貸借における貸し株の過度の利用に対する市場への注意喚起を機動的に発動するという観点から、証券金融会社の注意喚起通知基準の見直し、取引所等における

日々公表銘柄指定基準の見直し等を行っております。これは市場に機動的に必要な情報を提供するという観点から実施したものでありまして、市場の価格形成機能を高めるものと考えております。関 続いて信用取引制度の見直しの考え方について説明していただけますか。

厚木 二番目の大きな柱が、信用取引制度における株券調達コストの見直しということでありまして。これは、信用買いを行う顧客は、金銭を借りることに對して金利を支払うという明確なコスト負担が発生する一方で、信用売りを行う顧客は、株券を借りることに對して逆日歩にならない限りコスト負担が求められないという、経済的に不合理な状態が生じておりました。市場の価格形成機能がゆがめられないようにという観点から、株券調達コストの負担のあり方が適切となるよう、証券金融会社等に対し所要の措置の検討を要請した

ものであります。

それに基づきまして、まず二月一日には、注意喚起銘柄等、すなわち、証券金融会社において貸し株超過となっている銘柄に係る最低入札利率が導入され、さらに、三月一九日には、証券金融会社において証券会社から貸し株株券等の価額に對して一定率を乗じた額を徴収する貸借取引貸株料、年〇・四％を新設することが公表され、五月七日から実施されております。

こうした見直しを行った背景をもう少し御説明させていただきますと、信用取引における売り方の株券調達コストについては、アメリカでも同様にだと聞いておりますけれども、顧客が信用売りの担保として証券会社に預ける売り代金の運用金利として、市場金利より低い金利を受け取ることによって、顧客が株券調達コストを負担しておりました。例えば市中金利が五％のときに、顧客が担

保代金の運用金利として二％しか受け取らない場合、顧客は三％の株券調達コストを負担することになるわけです。しかし、ゼロ金利のもとでは、このスキームは機能いたしません。なぜなら市場金利がゼロの場合は、顧客の受け取る運用金利をこれより低くすることができないためであります。ですから、ゼロ金利のもとで信用の売り方に適切な、市場原理に沿ったコストを負担していたために、従来のような市場金利より低い運用金利という形ではなく、株券調達コストを明示的にフィーとして負担していただく必要があるということであります。

さらに三番目としては、空売りの価格規制の見直しを行いました。これは一部の証券会社において、従来の価格規制をいわば潜脱するような方法で、空売り規制違反及び作為的な相場形成が行われていた事例が見られたことから、金融庁として

もこれを重大に受けとめ、市場における不公正な取引を防止し、市場に対する投資家の信頼向上を図るといふ観点から、アメリカのルールを参考に、価格規制の見直しを行うこととしたものであります。具体的には、従来の価格規制においては、空売りの直前に公表された価格未満の価格で空売りが禁止されていたわけですが、今回の見直しに当たっては、アメリカで採用されている、いわゆるアップティック・ルールと同様に、株価が下落局面にある場合には、直近公表価格以下での空売りを禁止することとしたものであります。これは先ほど申し上げましたように、一部の証券会社において、空売りを行う際に、当該空売りを行うことが可能となる価格まで、当該銘柄の株価を引き下げる目的を持って、直前に取得した現物株式に係る売り注文等を行い株価を下落させた上で、当該価格で空売りを大量に行い、相場を下落

させるといふ事例が見られたことに対応したものであります。

関 長年続いた取引手法を改める見直しであり、その説明や内容の周知は、どのように行われたのでしょうか。

厚木 所要の証券取引法施行令の改正は、三月六日から施行されたわけですが、改正に当たってはパブリック・コメント手続きに付し、これに対する回答をホームページに公表する等十分配慮して作業を進めたところであります。特に、証券取引所のシステム対応が完了するまでの間に、証券会社の発注から取引所の注文受付までのタイムラグにより、結果的に空売り規制違反となるケースが起こりうるのではないかという懸念が、パブリック・コメントの際に示されたことから、「個別銘柄の価格をリアルタイムで入手し、かつ当該価格を事後的に確認できる一定の体制のもとで、証券

会社が合理的方法で確認し得る直近公表価格」を基準として運用することによって、そういう問題に対応できるようにするということを、パブリック・コメントに対する回答という形でホームページに公表させていただきました。

また、その他の疑問点、問題についても、新規の施行前に証券会社に対する説明会を証券業協会の方にお願ひして開催していただくなどいたしまして、円滑な施行に配慮して行ってきたところでありませう。

なお、今回の空売り規制につきまして、いわゆる株価対策として行ったのではないかといったような指摘もございますが、我々としては、全くそういうことで行ったものではないと思いません。まさしく市場における公正性を確保する、そのことにより個人投資家の証券市場に対する信頼向上のためのインフラ整備を図るといった観点から行ったも

のでありまして、このことは、そういった総合的な見直しの取組みを、昨年一二月に発表した「空売りへの総合的な取組み」というプログラムのもとで順次行ってきたことからもお分かりだと思えます。また空売りの価格規制の見直しについては、先ほども申し上げたような一部の証券会社における法令違反行為に対応して、我々としても、市場の公正性を確保するという観点から、早急な見直しが必要であると判断し、アメリカと同様のルールを導入したものであります。

なお、今回の空売りのルール、特に価格規制の見直しによって、市場の流動性が損なわれるのではないかといった懸念も示されておりましたが、二月下旬以降の株式の売買動向等をみる限り、そういう問題は発生していないと考えております。また価格規制は株価形成を歪めるという批判もお聞きますが、その場合、アメリカの株価形

成は過去七〇年近く歪められてきたことになって
しまいます。

関 丁寧にご説明いただきありがとうございます
た。その後公表された処分案件をみますと、相当
有力な外国の証券会社が入っている。御説明があ
りましたように、基本的に空売り規制の内容は、
アメリカ等で適用されているものと同じレベルに
なったということなのですが、そのようないけば
自分たちがよく精通しているところで、何故ル―



鈴木証券課長

ル違反が起きたのでしょうか。

鈴木(証券) 今回、空売りの関係で行政処分をい
たしましたところ、外国の証券会社をねらい撃ち
したのではないかという批判が一部の外国のマス
コミに流れました。私は、そのような批判に対し
必ず事例を御説明することにしておりますので、
ここでも二つほど事例に触れたいと思います。一
つの事例では、これはフランス系の会社ですが、
フランスの本社からの発注は、そもそも日本の法
令は適用されないという誤解があり、日本の市場
で法令違反を起こしていた。日本の市場で取引を
行う場合には、当然日本の法令が適用される。こ
れは外国人、日本人に関係なく、当然の主権だと
思うのですけれども、そういうことを理解されて
おられなかったのではないか。もう一つはイギリ
ス系の会社の例ですが、二年前に証券取引等監視
委員会から勧告があり、法令違反行為が認識され

てそれを是正すると約束していたのですけれども、全く改善を図らないままに、取引の一任を本店との間で行っていたという例が幾つか見られました。

ほとんどの外国系の証券会社がそうではないと思うのですけれども、やはり法令の誤解といえますか、法令に対する理解度が極めて低いという実態が、今回の空売り規制の点検で見えてきました。空売り規制の問題の前に、まずは法令の遵守を求めたいというのが、私どもの気持ちでございます。

関 この問題は、空売り規制、信用取引制度の見直しの際に、パブリック・コメント制とかそういったものを活用して、いろいろな意見交換が行われ、意見の調整も行われたと思いますが、今お話しにもありましたように、業界でも、マスコミでも、非常に関心を持たれました。まだ整理の段階

かもしれませんが、ヒアリング等をかなり広範にやられた際に空売り等市場規制の問題についてどんな意見が出てきたのか、その際に何か評価的なものが出ているか、差し支えない範囲でお話下さい。

厚木 今回のヒアリングの中でも、空売り規制の見直しについては、それに対する肯定的な意見もいただいておりますし、また、否定的な意見もいただいております。その中で具体的に、現在の空売り規制の中でも適用除外の規定があり、当該空売りが必ずしも売り崩しにつながらないようなものについては適用除外ということになっているわけですが、その範囲について、もう少し見直してほしいという話も伺っております。それについて現在いろいろ検討しているところです。

そのほかにも、今後我々としても、どのような規制のあり方が望ましいかといったことについて

は、引き続き検討していきたいと思っております。最初にも申し上げましたように、我々は決して空売り自体を悪だと考えているわけではなくて、一方で、空売りは市場に流動性を供給し、厚みを増すということもありますし、現在の金融取引において、ショート・ポジションを立てるということは基本的なツールとなっていてきておりますので、ヘッジ取引や裁定取引のような取引については、それが価格の売り崩しにつながらないようなものであれば、それを適用除外の対象とすることを検討していきたいと考えております。

証券会社の業務の適正化

関 先ほどのお話でも、個別会社のルールの理解が不足しているという指摘がありましたけれども、証券会社の業務の適正化、信頼確保のために業務の適正化に努め、いわゆるコンプライアンス

を重視していくということは、構造改革プログラムでも打ち出されております。具体的には、委員会検査を強化するとか、自主規制を大いに活用するとか、何よりも第一線の営業部隊まで研修等を充実するというように多くの施策があつたと思いますが、そういったことについて、鈴木証券課長から何かお話しいただけますか。

鈴木(証券) やはり私も、証券会社の業務の適正化というときに、証券会社の自社内でのコンプライアンスといいますが、自社によって浄化することが一番重要だと思っております。今、食料品とかさまざまの業界で問題になってきておりました、自社のコンプライアンスが大事だといわれるようになってきておりますけれども、私は、証券会社のコンプライアンスは、少なくとも他業種に比べたら、十分評価できるものと考えております。ただ、そこに甘えることなく、より一層自浄

作用を進めていきたいということで、各社のコンプライアンス体制の強化、そもそもコンプライアンスというものが経費を食つものだというような誤解をなさっている方がまだいらつしやいますので、コンプライアンスというものは、実はいいビジネスにつながるのだということをご理解いただくことが必要だと思っております。

あわせて、やはり第一線の方々に、そのときに合った最先端の知識を得ていただくということ、昨年来、外務員研修を充実していただくとともに、ことしからでございますけれども、外務員の方々については、再度、何年かおきに試験を受けていただき、試験の結果が余りよくない人は、もう一度研修を徹底するということで、日本証券業協会に始めていただいておりますが、こういうような取り組みも非常に大事なかなと思っております。

私は、他業界に対して誇れるのは、この証券会社のコンプライアンスはかなり進んできている。自主規制機関である日本証券業協会がコンプライアンス、外務員研修を充実されているということは、むしろいろいろな面で外に向かつていきたい点だと思っております。

関 コンプライアンスの徹底・充実は相当辛抱強く取り組まなければならない課題なのですが、証券課長として全体を御覧になっていて、少しずつよくなってきているということは認めてもいいという御心境ですか。

鈴木(証券) ええ、その心境です。監視委員会
の検査、検査局の検査、私も監督当局によるさまざまな指摘等を踏まえて、改善に努めている会社
社が大部分だと感じております。しかし、それでも
直さない会社も確かにあります。例えば私もよく処分については、同じことをやれば、次は

重さは倍程度になると申し上げているのですけれども、多分その会社ももう一度同じことを受けられると、それこそ登録の取消しまで検討しなければいけなくなると思います。ただ、大部分のところは物すごく変わってきているという印象を私は持っております。

関 どうもありがとうございました。コンプライアンスの目的は、いうまでもなく未然防止が本来なのですけれども、不幸にして違反が発生した場合には、行政も、自主規制の方もそれに対し厳正に対応する、処分するという問題につながるわけです。会社の処分については既に公表されていますが、会社の役職員の処分については、まだ完全な公表はされていない状況だと思えます。構造改革プログラムで証券外務員等の処分についても公表していくという方針が打ち出されて、実施に移されつつあるように承知していますが、この問題

について触れていただけますか。

鈴木(証券) 証券外務員の方についても、証券取引等監視委員会が個人勧告をさせていただいた案件につきましては、既に処分の公表をしていただくようになっております。実は、私ども、一つ悩みの多いところは、証券外務員の方々のプライバシーの保護、それからこのような法令違反に対する厳格な対応、これをどのように兼ねるのかというところが一つの課題かなと考えております。今の証券外務員の処分の体系が、会社に対して処分を命ずる体系になっておりまして、これが個人に対する処分の法体系になっておりません。このようなことを踏まえて、どこまですることが適当なのか、正直いって、これは悩んでしまうところでですね。

関 アメリカでは、SECやNASDが処分をすると、会社や個人の名前も発表されるわけですが

れども、それらのほとんどの場合が、処分的前提となる事実関係については、それを認めただけでもないし、なかつたということでもないと前置きを書いたうえ、ただこれだけの罰金を払うとか、一定期間資格を停止させることが決まったというやり方で、つまり和解的な手法によって処理されておりです。日本ではそういう制度をとれないので、そこも一つの問題ではないかという感じはしますけれども、そこらあたりは、今後の検討事項ということではどうでしょうか。

鈴木(証券) これは証券だけに限らずに、ほかの経済犯といいますが、経済事件に対する行政処分、また罰則のあり方全体にかかわる問題かもしれませんけれども、一つの課題として検討していかねばいけないのではないかと思うのです。

関 アメリカのやり方は、処分結果が直ちに他の

訴訟等に影響しないようにするという配慮もあるのだと思いますが、否定もしないし認めもしないけれども、罰金は払いますという約束であり、それを公表することによって、実質的に処分の目的を達成するということでしょう。もちろん、それは裏打ちするために、もしそのような解決を断るのであれば徹底的に司法的に追求するよということがあるのだと思いますが。この間のメル・リンチのアナリストの推奨のやり方に対するNY州検察局の処分もこのような手法になっている。

少し前に証券取引審議会の部会でそういう方式についても検討してはどうかと問題提起をしたことがありますが、あまり反応がなかったと思います。しかし、本当に実質的に事実関係を確定して公表するということは相当大変な作業になりますね。

投資信託の現状と課題

関 次に、山崎室長に各論的に二、三質問させていただきます。市場改革において非常に期待されている投資信託の現状はどうかということですが、投資家が大いに利用するようになったか、投資信託はプロによる運用で良好な運用成果が得られる商品であるという期待に実際にどこまで応えられたか、そういう期待と現状とのギャップも率直にいつてあるように思います。これは最近の市場環境というところもあるかもしれませんが、そのあたりをどのようにとらえていらっしゃいますか。

山崎 確かに御指摘のとおり、いろいろな改革を投資信託市場において進めてきてはいるのですが、それでも、実際の投信の保有状況を見ると、海外と比べると著しく低いという状況にあるのは確かだと思えます。昨年の一一月には、特に安全といわ

れていたM M Fが元本割れを起こしてしまつて、公社債投信から大きなお金が出出していったということもありまして、大変残念だという気がいたします。これについては、投信協会の方でも制度部会のもとにM M F検討委員会を設けて、信頼性向上のためにあらゆる努力をしていただいたと思えますが、いずれにしても、引き続きこういった運用能力を向上していくという努力が何よりも大切なのかなという気がいたします。

あとは、当然こういった市況のもとなので、なかなか運用成績が上がらないということもありますが、個人投資家の方に投信をなるべくよく知っていただいて、特に長期投資を個人の方にやっていただくように投資家の方に説明する、いいかえれば、投資家教育の必要性というか、そういったことも重視していかなければいけないのかなと思えます。ただ、いかんせん投資信託市場は、本当



山崎企画官兼証券決済
法令整備準備室長

に長い目で見て、育てていかなければいけない市場ですので、今後とも、行政もそうですが、運用会社、販売会社、それぞれ長期的に努力していかなければいけないのではないかなという感じだと思います。

関 お話にあった運用能力の向上という課題は、行政とか規制の仕事というよりも、専ら運用会社の経営の問題だと思えますけれども、何かいい知恵があるものでしょうか。特にMMFの元本割れ

問題、元本を割るとか割らないとかいう問題もありますけれども、短期性の商品については、その流動性の確保には十分注意する必要があるということとは当然のことですが、そのあたりについてはどのようにお考えですか。

山崎 正直いって、なかなかいい手はないなと思っているのですが、投信の評価について、最近は何つかの投信の評価をする会社もありますし、評価の仕方などが何らかの形で確立していければというような感じは持っております。ただ、いかにせん最近はずっと運用が割と世界的な主流になってきていますので、この結果として投信の評価といった場合に、指標からの乖離がどれだけあるかというような点にむしろ焦点が当たりがちというふうな声もありますので、そういった評価が果たしていいのか、また、本当に個人投資家のためにわかりやすいものができるかどうか、そう

いったようなこともあわせて考えていけたらなと思います。また、短期性の商品については、御指摘のとおり、流動性に十分注意して運用しなければならず、組入資産についても信用力の高いものを組み入れるほか、同一法人発行資産の組入比率にも注意する必要があると思われます。

関 投資信託制度の基本は、プロの運用成果を個人投資家にも得られるようにしようということだと思いますが、今お話しのように、パッシブ運用の方だけに注目が集まってしまつのでは果たしてどうかという感じもしますけれども。

山崎 そのほかにも、投信は本来投資家サイドのニーズで作られるべきものであり、販売サイドのニーズから作られるべきものではないということ、やはり投信会社と証券会社の関係など、それぞれ独立した判断でやっていただきたいと思っております。投信会社の販売会社決定プロセスを検

証すること等を考えていくことも一案かなと感じております。

関 これは実は山崎さんのところだけの問題ではないかもしれませんが、日本の投資信託の問題として、もう一つは、投資信託の販売において、営業活動や投資勧誘において問題はなかったかどうか問われています。具体的には、たしか乗換え勧誘の適正化のため新しいルールが導入されるということがありましたが、何かお話しただけですか。

山崎 乗換え勧誘については、特に投資信託の販売において、販売手数料等を稼ぐために何度も乗換えを勧めているのではないかといったような御指摘もありまして、十分な説明をしないで投資信託を販売してはいけないという形に、政令を改正させていただきました。これを受けて、証券業協会においても、顧客管理に係る社内規則の制定を

行っていたのですが、投資家の方々も本当に自分が新しいファンドを買ったときに得かどうかというのを説明していただくように、社内で記録を残していただいたりというようなことをやってはおります。

関 御承知のように、アメリカでは、投資信託が家計の金融資産のうちで大きな比重を占めている。そのアメリカでも、SECを初めとして、投資家に対し投資信託を購入する際にはこういうことに注意しなければなりませんよということをかたり力を入れて教育に努めている。規制としても、手数料等のコストをきちんと分かるようにせよとか、過去の運用成績だけをクローズアップしてはいけないとか、目論見書の中身をブレーン・イングリッシュで分かり易く書きなさいというように、今でもきめの細かい対応が続いている。証券業界も含めてそういう取組みになっていると思

います。そうした問題については、金融庁としても取組みをなさるといってお考えでしょうか。

山崎 全くそのとおりだと思います。ほかのファンドとの比較の可能性だけでなく、先ほど理事長からブレーン・イングリッシュというお話がありましたように、目論見書も「ブレーン」に、すなわち、今まで例えば本当にどれだけのコストがかかるかということがなかなかわかりにくかったようなところがありますので、そこは一目見たら、信託募集管理手数料等々、どれだけのコストがかかるかということがはつきりわかるように明示していただいて、投資家に対する十分な情報提供等を行っていただければと思います。

関 先ほどちょっと話題になった目論見書等の電子的交付の問題ですけれども、これは投資信託だけではありませんが、可能な電子交付の水準というのですか、便利度というのは、今の改革でほぼ

アメリカ並みになったと考えていていいのでしょうか。

山崎 着任してからすぐに既存の電子的な交付が皆様から見て若干不便だという話をお伺いしましたので、ここについては、さまざまなヒアリングをさせていただいて、不便のないような形にということ、工夫させていただきました。最近の動きを見ても、皆さん、電子的な交付を積極化していただいていることから、一応の評価は受けているのではないかなと思います。ただ、電子化というのは、いずれにせよどんどん技術的にも進んでいく話でございますので、さらに不都合な点等があれば、投資家の保護に配慮しながら、進めていければなと思っております。

関 証券会社の投資信託販売における営業姿勢に関連する問題ですが、投資信託の販売チャネルが多様化して、銀行の窓口で販売される投資信託が

非常に伸びてきており、最近では二〇何%までになり、特にマネー・マーケット・ファンドとか公社債投信よりも株式投資信託におけるこの比率が高くなっている。二八%という数字になっているのですけれども、こうした現象はどのように御覧になっていきますか。

山崎 銀行の窓販が始まったのは九八年の一二月からだと思いますので、これだけの短期間に、先ほど御指摘のように、二〇何パーセントにもなったということは、市場の拡大という観点でいえば、驚くべきことと言ってよいのではないかなと思っております。まさに投資信託という商品自体にとつては、銀行が販売チャネルになったということは大変望ましいことでありましたが、また、今まで証券会社に行ったことがない方が、あれだけ投資信託の市場に入ってしまったということで、大変意義が深いものだなと思えます。

ただ、一方で逆に反省しなければいけないのは、この裏腹にどういった理由があるかということとで、先ほど来いろいろ信頼回復という話もありますが、従前の販売チャネルが十分な機能を果たしていなかった、また、お客さんから信頼されていなかったのではないかということも、実は内包されているという面もありますので、当然反省すべき点もあるかと思えます。これからますますディストリビューター、販売チャネルが拡大して、投資信託市場が広がっていく、すそ野が広がっていくことは望ましいと思えます。

関 投資信託の銀行窓販の導入のときにも、やはり今いわれたように、できるだけ販売チャネルを多様化して、証券市場に入ってくる資金の流れが増えることによって、市場の改革、活性化にもつながることになると証券界も理解したと思うのですが、そういう意味で、銀行が持っている証券会

社よりも広い顧客層にも投資信託が定着しているということですか。その一部には、もちろん一時的なペイオフ対策という性格のものもあるのでしょうか。

山崎 やはりペイオフ対策的なものもあるかと思えます。また、特に最近では、地方銀行が比較的積極的に投資信託を販売していたという印象を受けており、銀行としても、通常の預金業務といったことだけでなく、証券業務への入り口として、営業的にも考えていただいているのではないかなという感じがいたします。

市場開設や運営面の問題

関 次に話題を変えて、市場間競争の下における市場開設や運営面の問題に入りたいと思います。

まず、証券取引所の株式会社化が実現しましたが、その実現までにいろいろと問題があったと思

うのですが、そのあたり少し説明していただければ
すか。

厚木 証券取引所の株式会社化は、基本的には、
国際的なグローバル化の進展、情報化の進展等、
大きく環境が変わる中で、証券取引所が機動的な
意思決定ができるようにする、あるいは機動的な
資金調達ができるようにするということに大きな
眼目があったと思うのですが、それに加え
て、より効率的な取引所の運営という観点から
実施されたものだと考えられます。そういう観点
から、最近の取引所のさまざまな取組みを見て
みますと、そういう株式会社化のいい面も出てき
ているのではないかなと思っておりますし、今後海
外の動向等もありますので、そういう中で国際的
な市場間の提携がどういうように進んでいくのか
我々も関心を持って見守っているところでありま
す。

ただ、我々としては、取引所制度のあり方につ
いても、環境の変化、状況の変化に応じて常に見
直していく必要があると思っております。今後
取引所の持っている自主規制機能をどう考えてい
くのか等については、今回、東証と大証に三〇何
年ぶりに検査が入っているわけですが、それも
株式会社化後の自主規制機能が適切に発揮されて
いるのかどうかといったことも含めて、株式会
社化後の取引所の運営状況等についてチェックする
ということも検査が入っているわけです。そうい
う検査結果等も踏まえながら、さらに、取引所制
度のあり方として、見直すべき点があれば見直し
ていきたいと思っております。

関 株式会社化と裏腹の問題だったと思いますけ
れども、市場間競争ということが日本でも現実の
問題になってきて、やはり市場課長のお仕事だと
思います。PTSの規制関係の整備がなされ

た。それから時間が過ぎましたが、その後の我が国のPTSの発展状況、それに伴って何か課題が起きているどうか、そのあたり少しお話しただけですか。これは鈴木証券課長からですか。

鈴木(証券) 一昨年の一〇月からPTSについては値決め方式を市場課の方で決めていただきました、大幅にさまざまの様式がトレードインになって、国債、株、それぞれPTSが出ております。私ども金融庁は、基準に合っているものは認可をすることを、会社数も、株でたしか五社、国債で六社だったと思いますが、認可をさせていただきます。まだ競争が始まった、またビジネスを始めた直後という意識でございまして、市場競争について今後どのようになっていくのかは、もう少し実情を見ていく必要があるのかなと思っております。ただ、この一年半の間におきましても、既に廃業したPTSもございまして、こ

れからますます競争が強まっていくのではないかと思っています。

厚木 現在、かなり広範囲にヒアリングをしているわけですが、その中では、証券取引法の研究をされている方々からは、現在の証取法の市場規制がまだ取引所中心主義になっているのではないかと、幾つかの御指摘もいただいております。今後、中長期的には、そういう市場規制のあり方全体の枠組みの見直しも必要になってくるのではないかと思っております。

ただ、現状においては、ECNが売買高の相当の割合を占めているアメリカの現状と比較すると、まだ我が国のPTSについては、そのウェイトが低いという状況にあります。他方、そういう現在の規制の下だから、そうになっているのだという御意見もあるのかと思しますので、取引の状況を見ながら、中長期的にはそういう規制の見直し

を行っていくことも必要かと思えます。

関 日本では、市場の多様性を認める方向に舵を切ったわけですけども、一方、夜間取引などはなかなか活発にならずに流動性が十分でない、そのシステムを維持するのは収益上もなかなか難しいということ、一度始めたサービスから撤退するというような報道もありますし、また、アメリカでもECNの市場状況によってリストラクチャリングが必要になるといようなことで、いろん



関理事長

な動きが出ているようです。規制の問題としては非常におもしろい問題ですけども、やっぱり今後の議論が定着するまでにはまだまだ時間がかかりますでしょうか。

厚木 一つは、今後いわゆるオンラインに伴う取引がどの程度拡大していくのか、その状況いかんによつては、またそういうP.T.Sとか、アメリカでいうとA.T.Sになるわけですが、そういうものがさらに発展していくという可能性は十分あると、私は個人的には思っているわけですけれども、もう少しその状況をよくウォッチする必要があると思っています。

関 最近新興企業市場という言葉でまとめられることが多くなりましたが、中堅・中小・ベンチャー企業のための市場の活性化については、ベンチャー企業の育成という政策目的と結びついて、ずっと取り組まれてきた問題ですが、このと

ころアメリカやヨーロッパも含めて、いわゆる「Iバブル」が崩壊するとか、全体として流動性が十分でないということで、いわゆる新興市場は軒並み苦戦を強いられている状況です。そのあたりについて、少しお話しただけだと思います。

厚木 新興市場については、私は、個人的には、相対的にうまくいっている方ではないかなと思っています。というのは、新規に上場する企業の数等も随分増えておりますし、株価だけで判断するのもいけません、最近の株価の動向を見ても、相対的にいい状況にあるようなこともありまして、相互に競争することによってという市場間競争のいい面があらわれてきているのではないかなと思っています。

最近、新興市場同士の提携とか合併というような報道も出ておりますが、我々としては、基本的には、これは民間の市場開設者間で解決されてい

くべき問題だと思っております。ただし、我々としても、投資家保護という観点から、あるいは発行企業が不測の損害を得ることがないように、その動向について注視していきたいと思っております。

一つだけ付け加えますと、アメリカにおけるさまざまな市場取引ルールの動向、特に金融システム改革以降にもオーダー・ハンドリング・ルールとか、最良執行ということをかなり重視した新しいルールがつけられたりしております。新興市場における流動性の問題を解決していく上で、マーケットメーカー制度が一つの解決策であろうと思いますが、やはりその際には、アメリカの最良執行ルールなり、あるいはマニング・ルールの^注ような形で投資家保護を図ることも重要な要素だと考えております、そういった投資家保護を図るうえで、どのような市場ルールが必要なのかとい

うことについては、市場関係者とも意見交換しながら、引き続き取り組んで参りたいと思っております。

(注) マニング・ルール

顧客注文より有利な価格でマーケット・メーカーの約定が成立したときには、すみやかにその顧客の約定をしなければならぬというもの。

関前にお話いただいた空売り規制等と関連して、あるいは電子化取引との関連で、市場監視の体制強化・整備という課題があると思います。裁定取引が非常に活発化してくるとか、電子化取引がポーター・ダールズに行われることとか、IOSCO等で国際的に協調して市場監視を進めていくこと、これは監視委員会がもしもせんがインターネット・サーフ・デーを実施するというように、いろいろな取組みが行われておりますが、市場監視の強化について一般的にお話しいた

けますか。

厚木 市場監視の体制強化については、今年度予算におきまして、証券取引等監視委員会の大幅な体制の強化が図られたところであります。我々も、その成果に大いに期待しているところでありますけれども、アメリカのSECの人員等に比べますと、まだまだ足りないと思っておりますので、引き続き人員体制を強化していく必要があると思っております。

監視体制の整備、国際協調ということについては、これは国際課長の方から説明があったように、SEC等との間で交換公文を取り交わしておりますので、そういったことをさらにネットワークとして広げていくということで、特に最近外国からの発注を受けたかがわしい取引がふえているという状況にもございますので、そういう整備、国際協調が非常に重要になってくると考えており

ます。

証券会社のビジネス・モデルと業務展開

関　ここで鈴木証券課長にお願ひしたいのですが、先ほどもお話があつたように、証券会社が今後個人投資家中心のビジネス・モデルを構築することが必要ではないか、行政としてもそのような動きを奨励する、それを目指しているんな施策をとるといふ方針が打ち出されていると思つのですが、その後の展開状況をどのようにとらえておられますか。また、平成一四年三月期の証券界の決算状況もまとまっていると思ひますので、何かお気づきの点があれば、それについても少し触れていただけますか。

鈴木（証券）　まず、一四年三月期の証券会社の決算は非常に厳しいものだったと思ひます。ただ、この決算が発表になつた後、いろいろの会社の

方々から御説明をいただきましたけれども、心強く感じたのは、今の相場が低迷していることに責任を転嫁していない。相場が低迷していても、やはり積極的に経営というものを変えていこうといふ非常に力強いものを感じました。

一つには、今さまざまな兼業という言葉がいいかどうか、さまざまの業務展開を図っていらつしやると思ひます。一つには、後でまた述べさせていただきますいただきたいのですけれども、個人投資家中心のビジネス・モデル、これまでもさまざまな個人の方を相手としたビジネスを行つておられましたけれども、それとは一味違つたビジネス・モデルを構築されようとしている。それから、今まで行つていなかつたような機能、例えばこれまででは地方銀行が果たしてきたような地域産業の育成といひますか、そういうことについても銀行にかわつて証券会社が経営指導、経営支援を行つてい

こうとうという動きが、四国や九州、北陸で見られ始めてきております。さまざまの仕事、さまざまの業務を積極的に開拓されていらっしゃるかと考えております。

一つだけ個人投資家中心のビジネス・モデルというところでお話しさせていただきますと、これまでどちらかといいますと顧客と顧客担当の外務員の個人的な関係が中心となったビジネスが多かった面は否定できないと思います。現在のいろいろな会社が考えていらっしゃるの、やはり個人的な関係ではなくて、会社とその顧客との関係に重点を移され始めているなど感じております。これまででは外務員の方が個人的にどれだけ個人投資家を支援できるかということが中心だったのですが、現在は、会社全体として個人投資家をどれだけ支援できるかというような視点で、個人投資家の開拓を始めていらっしゃるなど思っています。

す。

これまで平成一一年から一二年にかけて、それぞれの証券会社は合併等が行われて、昨年の年末からことしの前半にかけて、これからさまざまのビジネスを展開できるように体制が整ったかなと個人的には感じておりまして、先ほど申し上げました新しいビジネスの開拓、個人投資家に対してのビジネスについても、会社全体として取り組んでいかれるという点について、力強く感じております。

関 今のお話で、新しいビジネスが積極的に展開されたり、また、これは比較的大手の会社かもしれませんが、業務規制が緩和され兼業もかなり広く認められるということ、先を見て広く金融サービス業を展開していこうとか、他業種の資本と提携をしていくとかグループ化の流れとか、いろいろな動きがあると思います。こういった状況

についてはどのようにお考えになりますか。

鈴木(証券) 証券会社としてこれまで業務をされてこられまして、さまざまの資産の流動化、そういう流動化された商品の扱いは、やはり証券会社の方々は非常に知識を有していらっしゃると思います。今、日本の経済全体として、より抜本的に流動化を進めていこうというような動きがございますけれども、その際には、証券会社としてのこれまで培ってきた知識を大変活用できるのではないかということで、環境の分野、CO₂の排出権市場とか、エネルギーの分野、それだけにとどまらず、既に行われているところでは、不動産を初めさまざまの意味で、これまで証券会社として培ってきた知識を生かしたビジネスを起こされ、金融サービス全体として活動されてきているのかなと思っています。

その際には、やはりそういう証券会社として

培ってきた知識を使えるような盤石の企業基盤も必要でしょうし、また、さまざまの顧客層の開拓も必要ということで、業務の再編なりグループ化が進められ、かなりの程度進んできたかなと思っています。この平成一四年度下半期、特に秋以降のビジネスの動きは非常に興味深く見ておりまして、来年の今ごろにはますます進んできたとような成果が出てくることを期待しております。

関 結局、いろいろな業務展開は、仲介業者として広い意味の顧客サービスがどれだけ質的に向上させられるかということが焦点になると思いますが。これは証券会社だけではなくて、銀行等についてもいわれることですけれども、とかく外国系の業者の方が国内業者よりも、いろいろな面で積極的な金融サービスを展開しているのではないかという見方もあるのですが、そのあたりはどのよ

うにお考えですか。

鈴木(証券) おっしゃるように、平成九年、一〇年ごろ、一一年も含めてでしょうか、残念ながら、当時、国内の証券会社は、それまでの経営不振といえますか、業務がなかなか利益を上げるこゝとができなかったという構造を改革するために、大変なりストラをなさっておられたと思っております。むしろ自社内部の基盤を強化するために時間を使ってきたのではないかと思っております。その間、外国の証券会社がさまざまの金融サービスを日本の事業会社に提供されてきたということ、はそのとおりだと思います。

ただ、最近事業会社の方々からも、国内の証券会社が、それも数社、頻繁にこういうサービスが提供できますということ、積極的に営業といいますか、顧客の開拓をなさっていらっしゃるということ、先ほど申し上げます、

たように、自社の基盤整備がほばできて、これから外国証券会社と本格的な競争に入っていくのではないかと思っております。

厚木 今ヒアリングを行っている中で、私の個人的な頭の整理としては、証券会社なり市場仲業者のやっているいろいろな機能を三つに分類して、金融商品のプロデューサーとしての機能と、ディストリビューターとしての機能と、アドバイザー、フィデューシアリーという部分もあるのかもしれません。顧客に情報を提供・助言する機能と、市場仲介業者の機能を一度アンバンドリングして、今後の市場仲介者のあるべき姿をいろいろ整理していったらいいのではないかと考えています。

また、そういう頭の整理で、いろいろな話をお伺いしていると、プロデューサー機能を基軸に、この商品はうちしか扱っていないという形で差別

化を図っていく、そしてそれをディストリビュートする機能も果たし、かつ、助言する際にも、その商品を中心にすえて助言していくというような戦略をとる会社もあります。他方、むしろそれぞれの機能について特化している。例えばプロデューサーとして自分の得意な分野のいい商品を製造することに特化して、販売チャネルについては特定の系列ということではなくて、コストが一番安く、かつ効率的に販売できるチャネルを選んでいくというようなやり方、あるいは、ディストリビューター機能に特化して、ネット証券などになりそういところがあると思うのですが、できるだけ低いコストで効率的に商品を販売していくという会社もあります。それから、アドバイザーとして特化しているという会社は、どこかの系列ということではなくて、お客さんにとってベスト・プロダクトが一体何なのかという助言

を中心に、ファイナンシャル・プランナー的なイメージかもしれませんが、顧客にサービスを提供する。

ただ、完全に一つの機能に特化してビジネスが成立するかというと、必ずしもそうではなくて、例えばファイナンシャル・プランナーであれば、アメリカの状況を見ても、アドバイザーの機能が中心であるものの、ディストリビューターとしての機能も果たし、コミッションをもらうことによって全体としてのビジネスが成立するというような形で、いわゆる範囲の利益を活用することによって商売をやっている。いろいろなパターンが今出てきていると思うのですね。

だから、そういうところをもう一度頭の中で整理をし直したうえで、今後、それぞれの機能を果たす証券会社なり各チャネルのあり方をもう一度検討してみたいうえで、ただ、そうはいつでもこれ

までの経緯とか、文化的歴史なり、全くゼロから白地に絵を描くというわけにはいきませんので、そういう中であるべき姿を頭に浮かべつつ、制度のあり方をもう一度検討してみて、その中で短期的にやるべきこと、中長期的にやるべきことを仕分けてした上で、制度のあり方についてももう一度見直す必要があるかなと思っています。

関 鈴木課長、証券会社の収益状況が厳しいという話もありましたけれども、証券会社の一番基本である財務の健全性、このあたりについては、全体としてどのように評価されておられますか、もう一つ、これは鈴木課長御自身非常に御尽力いただいたと承知しておりますが、二つの投資者保護基金の合併が実現するようになったわけですが、そのあたりに少し触れていただけますか。

鈴木(証券) 証券会社の財務の関係ですけれども、やはり各証券会社は、顧客に迷惑をかけては

いけないということで、自社の財務の健全性については非常に注意されていらっしゃると思います。また逆に、財務面で弱くなってきたときに、そのまま会社を維持しようということではなく、他社との合併、また増資が行われ、積極的に健全化されていると考えております。やはりどうしても強くなる企業、また退出する企業がございませぬけれども、退出する際に、顧客の方に迷惑をかけるということ、さまざまの方策をとられていらっしゃるかと考えております。

また、証券会社が退出されるときに、顧客に迷惑をかけてはいけないということで、関理事長を初め諸先輩の方々が、投資者保護基金という制度をつくっていただきました。平成一一年四月からスタートしております。これまで二つの基金がございしましたが、やはり証券市場を個人投資家に一層安心していただくということで、一つの大き

な投資者保護基金をつくらうということで、平成一四年七月一日に日本投資者保護基金といたしまして再スタートすることができるようになりました。これも先ほどの財務の健全性とあわせまして、個人投資家の方々には迷惑をかけないということをご様方がお考えになった成果かなと考えております。

証券決済制度改革の現状と課題

関 一昨日、証券決済制度改革法が国会を通過いたしました。我が国の証券市場については、市場機能のインフラである証券決済制度が国際的にみて立遅れているのではという問題意識が市場関係者に広く存在し、以前から民間の方でも、行政の方でもこの問題について積極的に検討を進め、既に幾つか改革も行われてきました。今回の法整備によって、証券決済制度改革が大きく前進したこ

とになると思います。ここで、山崎室長からこの問題の現状と将来の課題を少しまとめていただきますか。

山崎 六月五日に、証券決済システムの改革法が国会で成立いたしました。この法案の作成過程におきましては、さまざまな市場関係者の方から御意見、御支援をいただいておりますので、まず、これまでの御支援に感謝を申し上げます。また、これが、率直な気持ちでございます。

この証券決済システム改革は、例えば過去から記番号管理など社債等登録法に伴うさまざまな問題点が指摘されているなど、本当に長い間の課題でございました。今回の法改正は、歴史的にも大きなブレイク・スルーであったと評価しております。この証券決済システム改革につきましては、国際的な市場間競争が現実のものになるということで、大変な盛り上がりを見、これを背

景に今回の法案の成立に至ったのかなと思って
おります。

具体的な内容につきまして経緯を含め簡単に説明させていただくと、昨年、コマースナル・ペーパーにつきまして、ペーパーレス化をさせていただいておりました。これにつきましては、従前ですと券面をあくまでも前提とした有価証券法理が前提になっていたのですが、民商法の世界では、ある意味ですごく革命的な、ペーパーレスの有価証券という概念が構成されて、これが証券決済システムの第一弾の改革法ということになっております。今回の法案は、いわば第二弾の改革法ということとで、この対象を社債、国債等にまで広げさせていただきます。

あわせて、従前、法的な機能が必ずしも明確でなかった清算機関の法制を整備させていただいて、安全で効率的な決済を行うために有効な清算

を可能にすべく法制を整備させていただいており
ます。

今後、残された課題としては、株式を対象とした法制を整備していかなければいけないということと、これからさらにT+3からT+1に持つていく過程で、恐らくさまざまな改善すべき点が出てくるかと思えますので、その辺につきまして皆様の意見を聞きながら、法令を整備していかなければいけないと思えます。

なお、本研究所の懇談会の報告書でも指摘されているのですが、この問題は「行政と市場関係者との緊密な連携の下に官民が一体となって推進する必要がある」ということでもございますし、また、法制の整備はあくまでも第一歩であって、これからT+3に向けて、従前のビジネスのやり方を大きく変えていく、リストラクチャリングをしていくということが必要になってくるか

と思いますので、そういった面で、今後とも国際競争力のある市場をつくるという観点から、さまざまな利害関係があるかと思いますが、今後とも一致団結してやっていきたいなというのが、法案成立直後の所感というか、感想でございます。

関 とにかく実体的な考え方や具体的な内容をまとめることもありませんが、それらを既存の法体系の中に組み込んで短期間に所要の調整を済ませて法文化するというのは大変な作業であり、本当に御苦労も多かったと思います。

制度全体の多層構造の問題とか、今おっしゃった今後の株式等への広い制度展開を含めて、いろいろと商法等の一般の私法体系とも関連しますので、法務省との調整とか、そのあたりで何か印象的というか、このあたりが非常に難しかったのだとか、ちょっとお話しただけませんか。

山崎 法務省との話かどうかと思いますが（笑）、特に議論があった点、難しかった点で一番大きな点は、現在の保振の制度と異なったりリスク遮断のスキームを構築している点です。株式等保振替法においては、過大記録がおこり、善意取得が生じた場合に権利が縮小した者に対する補填責任については基本的に連帯責任の制度になっており、すべての参加者が連帯して責任を負わなければいけないというシステムになっていたのです。これはリーガル・リスクを考えたときに、過失を起こした金融機関が責任を果たすというのが現在の金融界の常識であり、この保振法のスキームをこの常識に沿った形に変えていくという点は、大分議論があったところです。

そのほか、この社債振替システムに投資者保護の仕組みをどのように設けていくかということが一つの論点になりました。効率的なシステムを構

築するという観点からは、新たな投資者保護のためのスキームは要らないのではないかとという考え方と、やはりシステムを構築する以上セーフティー・ネットは設けるべきではないかといった観点からの議論と、二つ立場があるのです。これにつきましては、金融審議会で証券決済システムの改革に関するワーキング・グループで検討していただきましたが、特に消費者の代表の方からは、システムをつくる限りにおいては、やはり必ずセーフティー・ネットというものがあつた方が望ましいのではないかと御指摘がございまして、セーフティー・ネットを設けさせていただいております。

関 国会審議の過程において、今後の展開方向について、こうした方がいいとか、株式等に広げるにはどうすべきか、目標はいつ頃に置こうとか、というようなことについて、どんな御議論があり

ましたでしょうか。

山崎 国会の議論の中では、やはり一番多く問題意識を持つておられたのは、株式を今後どのように進めていくかということございまして、先生方も株式について早期にこういった統一的な有価証券法制を整備すべきだという立場の主張をされる方が多かったと思います。これにつきましては、法務省からもなるべく早期にやっていきたいということで、各省協力してやるようにという御指摘をいただいております。

この法案については賛成の立場からの御意見が多く、国際競争力という観点を十分認識して、遅れないようにやっていくべきではないか。市場関係者だけでなく、産業界においても、十分な準備等をすべきであり、関係者の幅広い参加を求めたいという御指摘がありました。

関 先ほどちょっとお触れになりましたけれど

も、統一的な清算機関を創設する必要があるという問題については、どうなりますでしょうか。

山崎 こちらにつきましては、証券業協会、各取引所を初めとして、統一的な清算機関を設立するということが本年一月に合意がなされておりまして、一二月を目途に準備を行うと聞いております。いずれにせよ効率的な清算機関をつくることも大切ですし、また、皆さんの意見が十分反映させられるようなシステムにすることも重要だと思っておりますので、これについては、皆さん一致協力してよいシステムが作られることを期待しております。

関 新しい証券決済システムを国全体として整備するためには、相当なお金がかかることだと思つし、また資金だけでなく、システムが市場インフラとして円滑に稼動するためには、利用者である投資家側の認識が深まることが不可欠ですか

ら、市場関係者において今後相当な努力をしなければならぬ問題だと思えますが。

山崎 おっしゃるとおりです。

関 アメリカでも、当初、決済改革の目標は最初から二〇〇二年という話があつて、それが何度も延長になり、最近では二〇〇七年とか二〇〇八年とかいう話までであると聞いているのですけれども、今後はやはりアメリカの動き等を見ながら進めていくことになりそうですでしょうか。

山崎 我々も国際競争という観点から、アメリカの動きが気にならないといったらウソになりません。ただ、アメリカが二〇〇五年から目標が若干変わるのではないかというような話もあるからといって、日本が遅れてもいいというものではございませんし、T+1の前提となるSTP化などはコスト削減に資するものであり、早期に実現するメリットは大きい話だと思えますので、

ここは我々も手綱を引き締めて、一刻でも早く効率的なシステムを作るよう努力する必要があります。

特に証券業協会でも、証券決済制度改革推進センターを設立していただいて、積極的にやっていただいておりますので、主体的に、アメリカのSIAなどが果たした機能以上に、今後のマイル・ストーンを作るなど道筋をつけていくことが大事なかなと思っております。

関 よく使われる手法ですけれども、証券決済制度改革の取組みにおいても、そろそろ一種のアクション・プラン的なものをつくってやっていかないといけないかもしれませんね。

山崎 そうですね。

関 有吉課長、この問題について何かコメントはありますか。

有吉 個人的感慨だけ申し上げれば、昔、公社債

市場室で社登法の改正議論をいろいろやった経験からすれば、よくそこまで来たなと思います。

あとは、株式の話、エクティ物が次の段階であるのですが、ただ、ここはちょっと共益権の問題ということで、どちらかというところ、法務省の方、商法の枠組みの中で考えていくということだと思えます。法制審の議論もスタートしたようですね。

関 山崎さん、一つだけお尋ねしたいのは、いわゆる新しく制定されたCP(短期社債)制度については、いわば改革のフロント・ランナー的なものですが、これについては資金決済も日銀ネットを使用されることになるといわれていますが、もう動き出したのですか。

山崎 ここは実はまだで、証券保管振替機構を中心に、基本要綱の取りまとめがちょうど終わったところで、今コンピューター・システムの

基本設計をやっているところと聞いています。当初予定よりも少し遅れぎみで、当初今年中にはと期待していたのですが、来年になると思われるます。多くの方々が、熱くこのプロジェクトに参加していただいで、まさに、皆様が改革のフロント・ランナーとしてコミットしていただいでおり、頭が下がる思いです。これだけのパワーのあるプロジェクトは、稀有ではないかと思ひます。

資産流動化法の改正とABS市場の発展等
関 もう一つ山崎室長にお願いしたいのですが、資産流動化法の改正やその後のABS市場の発展については、どのようにみておられますか。

山崎 ABSについては、法整備が行われてから、年々増加しており大変重要な市場になってきていると思ひますし、従前だとリース料とかクレジット債権が中心だったのが、最近は不動産とか

住宅ローンに拡大してきております。金融機関や企業の資金調達の様様化、円滑化、運用手段の拡大等に資することから、資産証券化・流動化のニーズも強いと思ひます。ただ、今後の拡大の基盤整備という意味で、市場の声を聞きながら対応すべき点は対応していききたいと思ひます。

厚木 これもまたヒアリングの中の大きなテーマの一つなのですけれども、ヒアリングの中で、今後の公的金融の見直しが進んでいく中で、さまざまな貸付債権が流動化というスキームの中で市場に出ることが考えられるのではないか。それは、今後個人投資家の直接金融市場への参加を促進する観点からも、そういったミドルリスク・ミドルリターンの商品が一つの起爆剤になり得るのではないかという指摘がございました。

また、国土交通省の方からも、住宅金融公庫の

債権の流動化スキームの構築に当たって、金融庁と密接に連絡をとりながらやっていきたいということでお話もお伺いしておりまして、今後この分野について、住宅金融公庫だけではなくて、さまざまな現在の公的金融の中で行われているものがアンバンドリングされる過程で、証券市場が活用され、また証券市場の活性化の一つの起爆剤になっていくのではないかと思いますので、我々もさらに注力していきたいと思っています。

関 これまでの構造改革の取組みにおいて、不良債権処理の促進と証券市場の活用ということが常に絡んでいたと思いますが、不良債権の処理という課題と証券化の活用については、どう考えておられますか。

鈴木(政策) 不良債権の証券化は、取組みの緒にはついたと思うのですが、まだこれからの部分も多いのではないかと思います。この辺は実際の運

営とも絡むと思いますけれども、信託等の資金を使いながら不良債権を証券化していくというのが、これから最終的な処理に向けた一つの大きなスキームとして活用される可能性があるのではないかと思います。いずれにしても、証券化の部分はまだスキームができたばかりで、実績もこれから積み上げていかないといけないと思います。そういう市場が育てば、不良債権の処理も一層やりやすくなるのではないかと思いますので、そういう市場がうまく実績を積み重ねながら育っていくことがこれからの課題ではないかと思っています。

関 もう一つ、公社債市場との関連では、当面の財政運営において、借換債を含め国債の大量発行が続くことが予想されており、国債の安定消化、本当に久しぶりに国債消化の広告も始まるという記事も出ていましたけれども(笑)、国債管理政策の問題に関心が強まっていますが、これは直接

には財務省が取り組まれていると思いますが、金融庁としても、市場を預かるお立場からいろいろ関連してくるところが多いと思うのですが、そのあたりはどうでしょうか。

厚木 現在ヒアリングしている中でも、結局、金融機関は預金を集めて国債を買って保有している。それならば、なぜ個人投資家が直接国債を持たないのだ。その方が、安全資産を持つという意味では望ましいのではないか。財務省の方は、さまざまな個人投資家に向けての努力を始めようとしている中で、金融庁はまだ何もやっていないではないかというようなお話もございました。

今そういうこともヒアリングの中で、どういう市場仲介者の方々が国債なり公共債の販売に取り組んでいらっしゃるかということも、あわせてヒアリングしたりしていますが、その中で出てくるのは、国債、公共債は、販売手数料が非常に薄

い。そういう状況の中で、どうしても自然体では、ほとんど国債を売っていくということにはなかなかなりにくいというようなことをおっしゃられる証券会社、金融機関の方もいらっしゃる。

そういうことを考えた場合、先ほどの議論にもちよっと関係があるのですが、ディストリビューターという機能とアドバイザーとしての機能の間で、ある意味での利益相反が起こっているのではないかと思うのです。そういうことがいいのか悪いのか、いろいろな議論があると思いますが、より投資家の側に立つてポートフォリオとしてどういう商品がいいのかということを、独立した立場で、客観的な立場から投資家にアドバイスする、そういう機能を果たす会社が出てきてもいいのかなと思ったりします。

社債については、既に数度にわたり適債基準撤

廃とかそういう意味での自由化は完了しておりまして、今全く自由な市場になっているわけですけれども、ただ、現実を見ると、なかなか流通市場が発展してこないという状況にあります。ヒアリングの中では、自由化、規制緩和というだけで果たしていいのであろうか、例えば流動性が低い一つの要因として、回号を分けて発行量を小さくしながら、条件を変えて少しずつ出していくというようなことがあります。回号の統合とかいうことも全く行われないという状況の中で、本当に全く自由に任せていて流通市場は育っていくのかということを指摘される方もいらっしゃいます、なかなかそこは難しい問題も含んでいるかと思えますけれども、政策として何かできないのか、我々としても検討していく必要がある課題だと考えております。

私募投信と外国投信等

関 社債の保有形態が基本的にバイ・アンド・ホールド型になっているということで、これは本当に昔からのテーマですが、市場の活性化に繋がるといいのですが。

山崎室長、ここで投資信託に関連して、今まで話題になっていない私募投信について、投資信託という制度は個人向けの商品としてだけでなく、機関投資家向けの投資信託が私募投信という形で相当利用されるようになっているので、その発展状況について触れていただけませんか。また、自由化が進み、相当のシェアを占めるようになってきた外国投信についても触れていただければと思います。

山崎 私募投信は、金融システム改革の一環として九八年一二月に解禁され、私募投信の残高は、年々増え続けていて、七兆円近くになっていたか

と思います。私募ということ、投資家の要望に沿った特色のある運用が行われていることが人気の秘密だと思います。

鈴木(証券) 一つは、私募投信がもともと機関投資家相手に、こういうことで商品提供できますよ、特に企業年金相手に進んできた。それから、去年の一二月からことしの三月までに、本数では約一割ふえまして、今七二〇本ぐらいになっているのですけれども、これは去年の暮れにエンロン・ショックがありましたもので、そもそも一般の公募型の投信のところでは大規模な、一〇億円以上の金は今も引き受けられないという、逆のことがあったもので、だったら、私募投信の方に来るといつところはございましたね。

関 外国投信についてはどうでしょうか。

山崎 金融システム改革のときに、外国投信の定義を明確化して、現在の国内投資者分の残高

は、約四兆円ぐらいの規模となっております。現在、国内においては債券型が多いのですが、今後ETFでQQQなど外国の株価指数に連動したものが上場いたしますので、これが何らかの契機になり、外国投信普及に役立つことも考えられます。

関 それから、制度としては前からできることになっていますが、最近、関心が強まっている機関投資家の議決権行使の問題について何かお話しいただけますか。

山崎 最近の株主重視とコーポレート・ガバナンス確立等の動きを見ると、機関投資家が適正に議決権を行使することが重要になってきております。例えば、投資一任会社というのは、受託者責任という面からいくと、ごく一般論ですけれども、運用先の企業について、余りにもひどい経営判断を行ったとか、資産を浪費したとか、そ

うのは当然議決権の行使を利用してチェックするというのは望ましいことだと思いますし、そもそもそういった責務があるかと思えますので、こういった動きは極めて歓迎すべきものではないかなと思っております。

政策評価とパブリック・コメント

関 金融庁が展開されている新しい行政のやり方として、民間との意思疎通をどのように進めるのかという問題があり、パブリック・コメント制度やノーアクションレター（法令事前適用）の活用をどう図るか、また、金融庁自らの政策評価という新しい動きもある。そういったあたりをまとめてお話しただけですか。

鈴木（政策） 政策評価は本当に緒に付いたばかりで、今度初の評価に入るぐらいですので、これらの部分だと思います。特に公共事業等と違っ

て、数量的に評価するのがなかなか難しいものですから、課題がまだまだ多いのではないかと思っておりますが、少なくとも、どういうスタンスで施策に取り組んで、その結果どうだったかということができるだけオープンになるようにしていきたいと考えています。

関 こういう仕事についてはこういう角度から見ることになるというような例は何かありませんか。

鈴木（政策） 例えば、検査業務は、大体どういう範囲、どのぐらいの対象数をやるという計画を事務年度の初めに立てた上で、実際にどれだけできたかというのが実績評価としてできるのですが、法案を出したりするところは法案を出すことが実績評価になると思いますが、それがどのぐらいの効果があるか、定性的、数量的に出すのはなかなか難しいところがあります。

関 政策評価以外のところはどうか。

鈴木(政策) 新しい行政スタイルということで、パブリック・コメントはいろいろな法令関係や一番近いところでは、検査マニュアルについてパブリック・コメントに出し、御専門の方を含めよく見ていただいて御意見もいただき、非常に有益な形となっています。ただ、民間との意思疎通が十分できているかというと、そこは金融界も同じだと思えますけれども、特に証券界の方々には御不満もあるのではないかという気もします。金融庁が現場の実情を本当に十分把握しているかということについては、よく考えて、いろいろな形で実体を把握するような努力をしなければいけないのではないかという気もいたします。

関 私、時々パブリック・コメント制度の提案を拝見するのですが、パブリック・コメントに対する意見表明の時間的な余裕がもう少し長

い方がいいかなと思うようなことがあります。もう一つは、これは非常に忙しいから難しいとは思いますが、外国の実例もそんなにたくさん知ってあるわけではないけれども、SECがパブリック・コメント手続きをするときの文書を見ますと、その案件の背景や検討の経緯等をかなり説明して、今回の提案がこれまでの作業のどこに位置付けられているかも示しています。日本の場合もそういうことは簡単には書いてあるのですが、それだけを見ると分かりにくいところがあるような気がします。時間とコストの問題もあると思いますが、そのあたりにはもう工夫あってもいいのではないかという感じがなくてもないのではないかと。

鈴木(政策) 具体的に今一番多いのは、政省令案のパブリック・コメントという形だと思っております。

有吉 まず、時間ということになりますと、法律等は施行までの期間ということがあります。通常六カ月とか九カ月ということであって、その間に政省令を作るといのは、意外と時間的にきついです。パブリック・コメントは本当は三週間ぐらいとりたいのですが、緊要性その他からも、結果的にどうしても二週間とか、もうちょっと短くなるケースが出てしまう。我々としても残念ですが、これも、時間的制約があるわけです。

それから、アメリカでやっているものは、我々のやっている審議会とか懇談会のような組織を通じる議論と政省令のパブリック・コメントが両方一緒になっているようなところが少しございまして、いわゆるパブリック・コメントといいますが、確か名前が少しずつ違って、コンセプト・リリースというのがまずありまして、これは多分我々でいう審議会のレベルに近いと思います

が、コンセプト・リリースをやっても、それから一步も動いていないというものも時々ある。それから、まさにレギュレーション案、パブリック・コンサルテーションがあつて、これも実はレギュレーションにならないケースも時々あるということ。我々でいうと、審議会その他の形でいる議論されて集約されている部分も、アメリカではパブリック・コメントというルーチンでやっているところがあるのではないかと思えます。ですから、我々の行政におけるいろいろな検討とか意思決定過程の話なのかなという感じはいたしますが、何ができるかというのはもう少し考慮していきたいと思えます。

関 おっしゃることもよくわかるのですが、一つ一つを見ると、もう少し説明があつた方がいいのではないかと思うところがありますね。

有吉 そうですね。物によってかなり論点がピン

ポイントになっているものはありますからね。しかし、例えば商法改正に伴う政省令なんて、何十項目という感じになるので、とても解説はつけられないですね。

関 それはあるでしょうね。

民間との意思疎通

鈴木（政策） さっきの意思疎通の問題は結構あると思うのです。我々の税制研究会なども実体を把握するのに、まさに現場におられて困っているような税制、あるいは、税制を改正しようと思つたときにどういふ点に気をつけなければいけないということとはよく伺っておく必要があると思ひますし、逆に業界の方にも我々の考え方をよく御理解いただきたいと思ひます。監督の方は曰ごろおつき合ひがあると思つのです。これからは政策論をやっています総務企画局の方にも気軽に來ていた

だいて、いろいろ政策の御提言等を話していただいたらどうかということが個人的にはあります。

関 そのような分野でもいろいろなレベルでもう少し意見交換や対話が増えるといいでしょうね。

一時は業界の方にも本当に切断されてしまつたような感じがありました。その後少しは改善されているのでしょうか。さらにどう工夫すればいいのでしょうか。例えば銀行界の方がそれなりの接触と意思疎通があり、証券の方が少ないという意見をいう人もいるのですが、どうですか。

有吉 制度の面で銀行界と一つ違つなと思ひますのは、銀行界というのは、窓口の全銀協とかに、実は個社が会長行として事務局を出しておられます。証券界は、証券業協会という自主規制機関の、それなりのプロパーの組織がある。そこは継続性という意味ではもちろん意義があるので、個社レベルの生の声の音が中間においてある意味

で蒸留されるということ、プラスの面とややマイナスの面と両方あり得るのかなという感じはします。

関 審議会の部会とかワーキング・グループ等には、このころは相当個社ベースの人が参加するようになってきているようですが。

有吉 そうですね。ただ、例えば目論見書の電子交付とかの件で、我々と議論をしていた関係のところとは「こういうことですね」という感じになったのだけでも、個社レベルでは必ずしもそうではなかった。しかも、同じ証券会社といっても、会社自体のビジネス・モデルがすごく違うので、それぞれの立場、意見が結構違って、個社にとつてすごく緊急性が高いという感じが必ずしもうまく伝わらないケースがあるのではないかということ、そのビジネスをやっていないと、そういう問題があるというのがなかなかわからない

い。代表の何社かで「いい」と思っても、違う人にとつてはとんでもないことにもなったりするので、そのところは、銀行のようなやや金太郎アメ的な、といったら失礼ですけども、まだ依然として均質な部分があるのとは証券は少し違いますね。

関 非常に重要な御指摘ですが、全体の意見と業界から参加している方の意見、自分の所属する会社の意見との調整がうまくとれるかという問題はいつもありますね。実際上それぞれ個別に処理していくより仕方がないということかもしれませんが。

有吉 全体の意見がない世界がむしる結構ふえていますね。だからこそパブリック・コメントという仕組みを通さないといけないと思うのです。従来、どちらかというと、業界の代表とお話をしていけば、ほぼすべての意見が集約されていたとい

うところとはかなり違ってきているので、そこは我々も工夫しなければいけない。先ほど申し上げましたけれども、審議会のようなことでやって、審議会レベルの答申、中間的な報告に対するパブリック・コメントがありますので、そういう面では意見を吸い上げられるのかなと思います。ただ、すべてがすべてを審議会にかけるわけではないので、なかなか難しいですね。

関 それではこの辺で今回の座談会を終わらせたいと存じます。大変御多忙な課長、参事官、室長の皆様方に長い時間を割いていただき、お蔭様で、極めて有益な座談会を開催することができましたことを厚く御礼申し上げます。

(了)