



証券市場をめぐる諸問題と行政

大蔵省 北村 恭二
証券局長

(はじめに)

1. 自己紹介

ただいま御紹介いただいた証券局長の北村です。

この6月に証券局に来るまでは、官房の総務審議官として、省内の基本的政策の取りまとめ、特に対外摩擦への対応を担当していたが、それ以前は、銀行行政、国債管理といった分野での仕事に携わる機会が多くあった。金融行政との縁は、ちょうど20年前の夏、銀行局の課長補佐として中小金融機関を担当したことに始まるが、その頃(昭和41年9月1日)、新生山一証券に改正証取法の下での免許第一号がおりたのを記憶している。それ以来、証券行政に直接携わったことはないが、証券界とは折りにふれてかかわりがあり、例えば、国債の大量発行とその消化ということで、証券界には度々御理解、御協力を頂いたり、また、金融機関による窓販やディーリングといったことにも関係し、私としては証券界は馴染みの深いところだという気持ちを持っている。着任してまだ日も浅いが、現在考えていることをお手元に配布したレジュメに沿って、申し述べたい。

2. 資本市場・証券界の発展と証券行政

(1) 資本市場・証券界の発展

今申し上げたように、私は証券界が証券不況から立ち直り、今日に至

る過程をそばで見つめる立場にあったが、今更ながら、この20年間の我が国資本市場の成長と証券界の発展には目を見張るものがある。昭和40年当時の株式の年間売買高は6兆円であったのが、昭和60年には95兆円に、債券は昭和40年当時、ほとんど今日見るような流通市場がなかったものが、今年年間約2,300兆円の取引に増加したという数字を見ただけで、これほどに成長した分野が他にあったであろうかと思う。また、証券市場を通じた資金調達が増加し、企業金融の構造そのものにも大きな変化があった。こうした成長は、無論、日本経済全体の成長を背景とするものではあるが、皆様の先輩あるいは皆様御自身の経営努力の賜である。証券界の発展は、当然のことながら証券界に対する認識にも変化をもたらし、今や、経済を論ずるに際して、巨大な資本市場との関連を抜きにして議論はできない。逆に言えば、証券界は日本経済に占めるその地位にふさわしい振る舞いを期待されているということにもなる。

(2) 対外調整の課題

さて、証券局に来て、私がまず感じたことは、こういった資本市場の拡大と証券界の成長が証券行政にも大きなインパクトをもたらしたということである。これは、単に証券行政を担う証券局の発言力というだけでなく、証券行政の内容自体の変化として捉えることができると思う。これまでの証券行政において中心をなしてきた証券会社経営の健全性あるいは投資家保護という観点からの監督行政、いわば証券「内政」は、依然としてその重要性を失わないものの、私が証券局に来て2ヶ月の印象は、今や証券局の仕事は、証券界以外の世界との調整を図っていく、「外交」の季節を迎えているということである。当面問題となっているこうした対外調整の事例に、ここで三つほど触れてみたい。

① 海外との調整

まず第一は、海外の金融当局との間の調整である。我が国資本市場

の国際化は、必然的に海外各国との間の資本あるいはその担い手たる人々の交流・接触をもたらすこととなったが、各国はそれぞれの歴史的背景に基づき、さまざまな金融・資本市場の制度、政策を持っており、国際化への対応の円滑化を図るため、相互に意見交換を行う必要が生じてきた。昭和59年の日米円・ドル委員会を皮切りに、主要国と一連の金融協議が持たれ、これまで英国と4回、西独と2回の協議を行い、本年5月にフランス、イタリアとも初めての会合を開いた。また、現在カナダとの間でも開催に向けて検討が進められているので、これが実現すれば、サミット参加国の全てと話し合いのパイプを持つことになる。これらの二国間金融協議には、必ず証券関連のマトーが入っており、海外各国の我が国証券行政への関心の深さといったものを感じさせる。さらに、米国の証券取引委員会、通称SECとの間でも定期協議が行われており、去る5月の第一回会合では、監視・検査情報の交換に関する覚書を締結するに至った。「グローバル・トレーディング」といわれる内外資本交流の活発化を背景に、米国の証券当局とこのような場を通じて十分に意思疎通を図ることは、米国が世界最大の証券市場を持ち、また証券市場規制の法体系も我が国と極めてよく似ていることから、極めて有意義であり、時宜にかなったものと考えている。

② 金融界との調整

対外調整の次のテーマとしては、いわゆる「業際問題」がある。御承知のように、近時、世界的なセキュリタイゼーションの進展を受けて、金融界が、これまで以上に証券業務に進出したいとの要望を強く持っており、また、証券界も従来の金融機関業務の一部、例えば決済機能、外為業務といったところに大きな関心を有するということで、証券と銀行の業務分野の競合が増大している。これを受けて、証券・

銀行分離体制を定める証券取引法第65条そのものの在り方を見直すべきだとの意見もあるが、この規定は、間接金融と直接金融の競争的併存を図ることにより、金融・資本市場の健全な発展を期し、もって国民経済の適切な運営と投資家の保護を図るという、戦後の我が国の金融制度の基本理念を定めたものとして大きな意義を有しており、今後ともこれを維持していく必要があると考えている。これまで業務分野の競合についての具体的な処理にあたっては、双方の固有業務分野を尊重するとともに、それ以外の分野においては競争条件の均衡を図りつつ、漸次相互乗り入れを図っていくという路線をとってきた。また、最近では、機械化の進展もあり、証券と銀行の間の業務提携も着々と成果を上げており、例えば、この7月からは、株式購入代金の銀行自動振替サービスが開始された。しかしながら、業際問題の最近の進展をみると、なかなかデリケートな分野に踏み込んできているところから、その裁きは慎重な上にも慎重でなければならぬと自戒している。

③ 税務当局との調整

さらに、今年特に重要である対外調整の課題として、税の問題がある。ここであらためて申すまでもなく、現在、政府税制調査会において、シャープ勧告以来と言われる税制の抜本改正の検討が進められている。政府税調は9月中も審議を続け、今秋には答申が出される予定であるが、審議の過程で、利子・配当課税、キャピタル・ゲイン課税、有価証券取引税といった証券関連税制についても、さまざまな角度から議論が行われると思う。無論、この問題は、本来税務当局の所管するところであるが、我々としても、機会あるごとに私どもの考え方が取り入れられるよう努めていきたい。その際の基本的な考え方としては、まず第一に、課税が資本市場の拡大・効率化にどのような影響を与えるかということ、すなわち、市場を育成していくうえで課税が障

害とならないよう注意していくこと、第二に、本年4月の経済構造調整研究会の報告書、いわゆる前川レポートにも指摘されているように、証券取引の国際化に伴う税制の国際的見地からの見直しという観点にも特に配慮していくということである。このような考え方に沿って、私どもとしては、この機会を利用して有価証券取引税、あるいは現在証券関係の課税はないが、取引所税など証券に係る流通税のあるべき姿はどのようなものかということについても検討してみたいと考えている。

④ 対外調整に当たっての考え方

ただいま三つの例を挙げたが、我々が現在頭を悩ましている問題のうち多くのものが、証券の世界と外の世界との調整という性格のものである。もちろん、証券行政の基本理念ともいべき資本市場の効率化と投資家保護は、こうした対外調整の任にあたるに際しても、我々の立場のバックボーンとなるが、外との関係では、なかなか白地に絵を描くように、この基本線を押し通していくことはできない。私が担当していた対外摩擦の処理においても、私どもはいやというほど海外諸国との基本的な考え方の相違を味あわされた。どうも我々は、外国人の出してくるトランプのカードにばかり目を奪われて、そのカードを出してくる相手の考え方、気持ちにまで配慮が及ばないことが多い。各国はそれぞれの国内事情を抱えており、そういった背景を抜きにして、当方の都合と技術的な処理だけで国際的な懸案を解決していくことはできないと思う。

要は、このような対外調整の処理にあたっては、まず、よく相手方の考え方を理解した上で、健全なバランス感覚を発揮して具体策を考えることだと思う。その良い例として、長らく西ドイツなどとの間で懸案となっていた、証券・銀行両業務を兼営するユニバーサル・バン

ク系の外国証券業者の対日進出問題の処理が挙げられる。我が国や米国は、証券業務と銀行業務を分離するシステムを採用しているが、西ドイツやオランダ、スイスをはじめとするヨーロッパの国々の多くは、証券・銀行兼営を認めるユニバーサル・バンキング・システムをとっている。このため、これらユニバーサル・バンキング・システムをとる国々の銀行は、そのままの形では我が国で同時に証券業務を営むことができないが、昨年、ユニバーサル・バンク系の外国証券業者の進出についてもその出資比率が50パーセント以下の海外子会社の支店という形で進出することを認めるといういわゆる「50パーセント・ルール」を適用することにした。このような手法をとることで、日本の証券・銀行分離主義とヨーロッパのユニバーサル・バンキングとの調和がはかられ、これまでにこのルールを利用して、西ドイツ・英国・スイスから、4社が対日進出を果たしている。今後とも、経済各分野の状況を視野におさめつつ、より一層バランス感覚を研ぎ澄ました舵取りが必要だと肝に命じているところである。

冒頭から、やや抽象的な話になってしまったが、引き続き、証券行政の当面の課題について、まず証券市場の課題、続いて証券業界の課題という順で申し上げたい。

Ⅰ 証券市場行政の課題——国際化への対応

1. 証券市場行政の国際化への対応

証券局の行政は、証券市場（マーケット）を扱う証券市場行政と、その市場を担う主体である証券会社、金融機関を監督していく監督行政とに分けて考えることができるが、まずマーケットをめぐる行政について、「国際化」という点を軸にして申し上げたい。

我が国の証券市場は昭和59年の円・ドル委員会を契機として急速に変

貌をとげてきたが、今後の証券市場行政のポイントは、先程も触れた本年4月のいわゆる前川レポートにおいて「我が国も経済規模にふさわしい金融・資本市場を確立していく」ために、「非居住者による資金の調達・運用の両面での取引拡大を図っていく必要がある。」と指摘されているように、我が国の市場を世界の三大市場の一つと言われるにふさわしい「国際化」した市場へと育成していくことにあると思う。従来、二つの「コクサイ化」が日本の金融自由化への大きな契機となったと言われているが、私の見るところ昭和50年代は何とんでも「国債化」の影響が大きく、「国際化」の方は60年代に入ったこれからの正念場である。

以下では、この「国際化」への対応という形で展開していく当面の証券市場に関する諸施策のうちいくつかを取り上げてみたい。

2. 国際化に向けての諸施策

(1) 発行市場の国際化

今や世界最大のネットの資本輸出国になったと言われる我が国であるが、最近の我が国企業の資金調達の状況を見ると、より効率化され、コストや手続面で発行体に有利となっている。海外での起債が増加しており、昭和60年度には証券形態による資金調達の過半(50.2%)が海外で行われるに至った。また、急速に規制緩和の進んだ非居住者ユーロ円債の発行高が60年度には円建外債(サムライ債)の発行高を上回る(60年度:非居住者ユーロ円債発行高1兆6,873億円、円建外債発行高1兆3,900億円)ことになったこともあわせ考えると、発行体は世界の市場の中から最も有利な市場をかなり自由に選択し、資金調達を行っているように見受けられる。我が国発行市場には、我が国固有の慣行やルールが多く存在するが、国際化の観点から、我が国の発行市場を世界に通用する市場へと効率化していくためにも、金融制度全体との調和、過去の経緯等に配慮しつつ、合理的理由のない慣行やルールで、資本市場発展

の阻害要因となっているものについては極力是正していく必要があると思う。具体的な方策としては、

① 無担保化の促進

昨年10月及び7月の普通社債、転換社債の無担保適債基準の緩和にとどまらず、物的担保になじまない業種(サービス産業等)の存在、無担保貸付の拡大等を背景に、今後とも、無担保化を進めること。

② 年限の多様化

事業債の償還年限は、従来より多様化が進められてきたが、さらに一層の多様化を推進していくこと。

③ 格付機関

格付機関の充実は無担保化の促進や起債手続の簡素化にもつながることから、今後一層の発展を図っていくこと。

④ 円建外債市場の整備

資本輸出の促進という観点からも、財務制限条項の簡略化などにより円建外債の自由化・弾力化をさらに推し進めていくこと。

⑤ ディスクロージャー制度の改善

証券取引法上のディスクロージャー制度については昭和46年以来、連結財務諸表の導入等の他は、大きい制度改正は行われていないが、近年、ディスクロージャー制度をめぐる状況が大きく変化していることから、

(a) 機動的・弾力的な資金調達に資するための手続面の見直し

(b) 投資家に対し、有益な情報提供を確保するための開示内容の見直しを行うこと。

が挙げられる。こうした点について、現在、証券取引審議会の公社債特別部会等において我が国公社債市場の在り方ということで、論議頂いている。公社債発行市場の在り方については、既に昭和52年の証券

取引審議会の基本問題委員会で取り上げられ画期的な報告書を頂いているところであるが、以来10年近く経て依然として実態的に変わっていない点もあり、また近年の国際化の急進展という状況の大きな変化があることから、今回の審議では極力実効性ある報告書にしていく必要があるのではないかと考えている。そのためにも関係者には、各項目についての前向きな対応をお願いしたいわけであり、特に証券市場の主たる担い手である証券界には、特段の御協力を要請いたしたいと考えている。

(2) 流通市場の国際化

① 現物市場

次に、流通市場の国際化の問題に移ると、まず株式市場については、一時撤退が相次いでいた東証外国株市場も、昭和58年以降東証の上場規程の緩和等の効果もあって、上場会社が増加し（昭和59年末の11社から昭和61年7月末には28社へ）、国籍もスイス・カナダ・スペイン・オーストラリアといった国を含め一段と多様化している。さらに、売買高も急増しており、今後とも株式市場国際化の観点から東京外国株市場の活性化を期待している。公社債市場についても、非居住者による対内証券投資が増加する一方、居住者による外債投資も大幅に増加しており、さらに国内での外国債券売買もかなりの規模となり、公社債市場の国際化が一段と進展してきているといえる。当局としても、投資家の多様化する資産運用ニーズに対応し、市場の一層の活性化のため、分離型ワラント債、外貨建外国債の上場実施等の措置を従来より講じてきているところであるが、今後とも流通の円滑化を図るとともに市場の信頼性維持、投資家保護のために積極的に努めていく所存である。

② 先物市場

先物市場は、昨年秋発足した債券先物市場が、取引開始直後に短期金利の急上昇を受けて債券相場が急落したことから一時的に混乱したものの、その後順調に発展しており、最近の売買高は月間約70～80兆円のペースに達し、先輩格のシカゴ商品取引所のTーボンンド先物取引とはほぼ肩を並べる規模になっている。

一方、株式の先物についても、機関投資家の保有株式のリスク・ヘッジ・ニーズの高まりを背景に、大阪証券取引所は現行法上実施可能な現物株式のパッケージ方式による先物取引の導入について検討を行い、先の5月の証券取引審議会でその導入について了解を頂いた。この現物株式のパッケージ方式による先物取引は、現物の受渡しの可能性を含む点で欧米で行われている株価指数先物取引とは差異があるものの、株式市場全体のリスク・ヘッジ機能という面では、株価指数先物取引と同様の機能が期待できるものである。今後、取引税の改正の他残された問題に取り組んでいきたいと考えている。さらに、株価指数先物取引についても、現在、導入の可能性について検討が始められたところであり、その結果、ニーズがありかつ有効と認められれば、将来証券取引法の改正による導入についても考えていくこととなろう。そのような意味でも、大阪の今回の試みが成功することが是非必要であり、そのために必要な協力を続けていきたいと考えている。

③ 24時間取引

国際化が一層深まっていくのに伴って、我が国の資本市場は、ニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融センターとして重要な役割を果たすに至っている。さらに、近年の情報通信手段の発達とあいまって、24時間中地球のどこかで常に取引が可能だといういわゆる24時間取引

体制を導入すべきだとの気運が諸外国において高まりつつある。しかしながら、24時間取引実現のためには、取引銘柄の拡大やその売買手法の統一化を図ることやディスクロージャー制度の整備を行う必要があることなど多くの問題がある。従って、その実現は当面は無理としても、国際間の証券取引拡大は世界的な流れでもあるだけに、我が国としても、各国の取引所あるいは、証券当局間の協議の過程を通じて適切に対応していくこととしたい。

④ 証券保管流通業務

流通市場の発展・国際化にとって、株式の保管受渡しの合理化は必須の課題である。株券等の保管振替事業については、7月31日付で証券保管振替機構の業務規程を認可し、同機構は現在業務処理のためのコンピュータ・システムの構築等に鋭意取り組んでいるところである。御案内のように、この事業は、限界に近づきつつある株券等の保管及び受渡しの抜本的な合理化を推進するという大きなプロジェクトであるので、その準備には時間的にも資金面でも十分な配慮が必要である。今後実現に向けて、当局としても、この事業が円滑に発足できるよう指導、バックアップを行っていくが、特に最大の担い手である証券界の方々には、この事業に深い認識をもって対処していただくとともに、全面的な支援を強く期待したい。

(3) 短期金融市場の整備

ここで、金融・資本市場の自由化・国際化にとって一つの焦点である短期金融市場について簡単に触れたい。昭和59年の円・ドル委員会以降、短期金融市場は円建BA、短期国債等メニューも増え、市場の厚みも増してきており、またこの間、証券界の役割も従来からの現先取引に加え、昨年6月のCD取扱い開始、本年4月の円建BA取扱い開始により益々重要性を帯びてきている。しかしながら、短期金融市場残高の対

GNP比率が米国の1/3余り（昭和60年末で日本13.0%、米国30.8%）という現状では、さらに市場整備を進めていく必要がある。今後、①短期金融市場の規模そのものを一層拡大していくこと、②取引の迅速・低コスト・簡易化の促進、③市場のオープン性確保といった観点からさらに整備を進めていく必要がある。

なお、近年話題となっているコマーシャル・ペーパー（CP）について取り上げてみると、CPは、米国において最も古くから存在する短期金融商品であり、その残高は現在TBに次ぐ規模である。米国以外では、以前からカナダに存在したが、近年、まず、ユーロCPが急速に発展、また、昨年から今年にかけて、フランス、イギリス、オランダ、スペイン等でCPが導入されている。我が国においても、発行体サイドから、有力な短期資金調達手段の一つとして導入の要望が高まっており、また、東京市場を世界の三大金融・資本市場の一つとして育成するためにもCP導入が必要であるとの指摘がなされているところである。加えて、公社債特別部会における参考人質疑の中でも本件が取り上げられており、当局もこのような関心の高まりが生じていることは、承知している。しかし、CPについては、その法的性格をどう考えるかという問題があることに加え、国内の金融・資本市場に与える影響を見極めるという問題があるので、今後、議論を重ねていくことが必要である。

(4) 証券投資顧問業法について

次に、証券投資顧問業に係る法整備については、これも「国際化」への対応として位置づけることのできるものである。この点は、昨年11月の「証券投資顧問業の在り方について」の証券取引審議会の答申において、「証券市場の世界的連関が急速に進み、資産のグローバルな運用が本格化する中で、有価証券に係る投資顧問業に関する法律が速やかに制定され、投資家に対する十分な保護と我が国証券市場の厚みのある発展

とが併せ図られることを期待したい。」とされていることから伺うことができる。この答申を受け、先の国会において「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」が成立し（5月27日に公布）、本年11月末頃には施行という運びになる予定で、現在、その準備として、政令及び省令の作成作業を進めているところである。今後のスケジュールとしては、法施行と同時に登録の受付を開始することとなるが、経過規程との関係から、登録業者が出揃うのは、62年5月末頃で、投資一任業務に係る認可も、これらの事務の流れの中で手順を追って進めることになろう。認可に当たっての基本的な考え方は、内外平等の取扱いとし、証券系、銀行系、保険系といった系列にとらわれることなく、また、独立系の投資顧問会社についても客観的に判断していきたい。新しい法律の施行により投資顧問業の適正な運営が確保され、投資家保護の一層の徹底が図られることにより、我が国証券市場の発展に寄与することが期待されているところであり、当局としても、関係者の方々と協力しながら、このための環境づくりを一層推進していきたいと考えている。

(5) 証券会社の内外交流

国際化への対応の五点目として、市場行政そのものではないが、ここで、証券会社の内外交流を取り上げてみたい。東京市場の規模拡大、国際化を背景として近時、外国証券業者からの進出希望が急増していることはよく知られているが、昨年一年間の免許付与は10社11支店にのぼった。本年に入ってから、4月と5月にスイス系を含む4社に免許を付与し、現在24社26支店が免許を受けている。これは一昨年までの免許のペースが年間1～2社程度だったことと比較すると、大変な変化である。これだけ免許を与えても、依然進出希望を有する会社が大袈裟な言い方をすれば、列をなしているような有様で、証券局は大蔵省の中でも最も外国の方の出入りの激しい局の一つとなっている。私もかなり頻繁

に外国の方と会うが、東京駐在員生活の長い方の中には、きわめて上手に日本語、それも業界用語のようなものまであやつる方がいるのには驚いた。こうした外国証券業者の対日進出については、我が国証券市場の国際化、効率化に資するとの観点から基本的にこれを歓迎しており、今後も当分の間は従来と同様のペースで免許を付与していくことになる。

一方、本邦証券会社の海外進出については、海外現地法人（出資比率が25%超のもの）が現在70ヶ所（現地法人の支店が19ヶ所）に上っており、財務局監理会社の中からも今後の海外業務展開の足がかりとしてロンドン、香港といった国際業務の中心拠点に進出する会社がある。こうした傾向を踏まえ当局としては、従来、年一回行っていた海外店舗の内示を年の途中で弾力的に見直すことを検討したいと考えている。

II 証券会社経営の展望と行政の対応

1. これからの証券会社経営の展望

次に、これからの証券会社経営の展望につき、私なりに考えてみたところを申し上げたい。

まず、これからの証券会社経営は、これまでよく言われているように、金融の自由化・国際化への対応ということが一つの軸となるわけで、それとともに、金融全般にわたって進展するセキュリティゼーション（証券化）の動きというものも念頭に置いて考えていかねばならない。

まず、自由化・国際化の進展が証券会社経営にどのようなインパクトを与えるのかという点についてみると、金融・証券市場の自由化・国際化の進展は、一面では、短期金融市場への進出や他業界との業務提携、投資家ニーズに応えた新商品、国際業務の拡大などによる証券業務の拡大、証券会社の業務の多様化をもたらし、証券業界の一層の発展に寄与

するものであるが、他方では、公共債市場へ参入してきている銀行や内外の他の証券業者との競争が激化するとの一面もあり、また、業務の拡大、多様化・国際化によるリスクの増加、人材の育成の必要性、情報化・機械化に対応するためのコストの増大と資金の固定化といった負担をも生ぜしめるものでもある。このように、自由化・国際化は、証券会社経営に積極・消極のインパクトを与えることになるが、各社への影響は、その規模や業態によっておのずと変わったものとなるであろうし、経営上の対応としては、経営環境の変化に応じた経営の一段の合理化、財務内容の強化・充実を基本としつつ、各社それぞれがその特色を生かした経営を行っていくということになる。

次に、セキュリティゼーションの進展であるが、金融取引の証券化は、企業の有価証券形態による資金調達、運用の拡大をもたらすことから、長期的にみて証券会社のビジネス・チャンスを拡大していくことになると思う。この際留意すべきことは、証券取引においては、本来的に、不特定多数の一般投資家の間で証券が転々流通し、資金取引が調達者と運用者の間で直接的に行われるため、運用先の信用リスクを常時監視することができる制度が不可欠であるということだ。セキュリティゼーションの過程で発行体あるいは証券会社の創意工夫によって、これまでにない新しい投資商品が次々と出現していくことになるが、その際、投資家保護をいかに効率的に図っていくかを証券界全体の問題として十分に検討していく必要がある。

2. 証券会社経営の課題

ちょっとわき道にそれたが、次に具体的な経営課題について、いくつか行政当局としてコメントする。

(1) 財務内容の一層の充実を——今9月期決算

幸い直近3期の証券会社の収益は順調に推移し、今9月期も前期を上

回る好決算が見込まれていると聞いている。先日、各社から当局に提出された決算見込みによると、今期は株式委託売買等ブローカー部門が好調で、全国証券会社の当期利益は、8、9月の動向にもよるが、現時点では前期比65%程度の増益（税引後）となる見込みである。その内容をみると、ブローカー部門では金融機関、事業法人等の活発な売買により株式売買手数料収入が約4割増加したほか、転換社債の売買も大幅に増加している。また、ディーラー部門では、債券市況が好調に推移したことから、債券売買益も大幅に増加しているほか、投資信託の販売も順調で、約5割増加している。

近年、収益の増加に伴い、財務内容は着実に充実してきているようで、含み資産等内部留保については金融機関に比べおしなべてかなりの格差が存在していることから、今後経営の一段の合理化を進め、財務内容の一層の充実を図ることが重要である。特に、財務内容の充実に関しては、収益を内部蓄積していくのも一つの方法であるが、これもおのずと限界のあることであるので、好業績をあげている現在、増資による自己資本の充実を図ることを前向きに考える時期に来ているかと思う。

(2) 中小証券会社の経営について——具体的な経営目標の策定を

ここで、特に、中小証券会社の経営について申し上げますと、従来、中小証券の営業は、株式が主体となっており、大手証券とは違ったきめ細かい顧客サービスを通じ、地元に密着した営業を展開しているわけだが、こうした中小・地方証券会社の特色を生かした地道な努力を今後とも続けていくことが重要である。しかしながら、その収益構造をみると、最近では、徐々にではあるが債券・投資信託の取扱いにかかる収入が増加しているものの、未だ大宗が株式の委託手数料によって占められている状況にある。このように株式の取扱いにあまりにも依存する割合の高いことは株式市場の好・不況の影響を受ける度合も高くなるわけで、基

本的には収益構造の多様化を図っておくことが望まれる。最近では債券や投資信託に注力し、経営基盤の強化を図りたいといった意向が中小・地方証券会社から寄せられるようになり、当局としても、中小・地方証券会社専用の投信の設定を弾力的に取扱うとかあるいは累積投資業務取扱証券会社の範囲の拡大、自己融資枠の緩和等を行うなど種々の面で積極的な支援を行ってきている。

今後、多様な商品を取扱いながら収益構造の多様化を図っていこうとするのか、ある得意な分野に集中して経営を行っていくのかの選択、あるいは、業務の国際化や機械化にどのように対応していくのかといった今後の経営の在り方については、基本的には経営に携わる皆様方が判断する問題ではあるが、その際、大切なことは、個々の経営者の方が金融・資本市場の環境変化を踏まえた上で、具体的な経営目標を策定し、これを着実に実施に移していくことである。その過程で、従来からの規制の在り方についての要望があれば、投資家保護の観点を踏まえつつ可能な範囲で前向きに対応し、風通しの良さをできる限り図っていききたい。

この関連で、証券業協会の地区協会正副会長懇談会から要望されていた、取引所非会員の信用取引店内喰合い部分の相殺について申し上げると、近年、中小証券会社の事務処理能力は著しく向上しており、具体的には、ほとんどの証券会社が機械化を実施（211社中208社〔98.6%〕、未実施3社）しており、事務処理能力の面では、非会員の店内喰合い部分の相殺を行うことに特に問題はなくなっていると思われるに至った。従って、この度、要望を認めることとしたので、この場を借りて報告する。

(3) 証券投資信託

ただいま、中小証券経営に関しても触れたところであるが、証券投資信託は証券会社の収益構造を多様化していくうえで重要な商品である。

投信は、近時、金融資産蓄積に伴う金利選好の高まり、低金利の進展等を受けて脚光を浴びており、本年7月末には、総資産額が約25兆円（株式投信約13兆円、公社債投信約12兆円）に達した。投信は今後さらに伸びる可能性があり、伸ばしていかなければならない国民の重要な金融資産である。こうした情勢を受けて、当局としては、①組み入れ対象の多様化（CD、短国、ユーロ円債、店頭登録株、ワラント債等）、②新商品の弾力的認可（長国ファンド等）、③パフォーマンス公表制度の充実、④スポット枠の撤廃等の措置を講じる他、委託会社の兼業業務の拡大を認めてきたところだが、今後とも、その充実のために、可能な限りの配慮を行っていく所存である。なお、証券投資信託の受益証券のうち、現在信用取引の代用有価証券になりうるのは、オープン型と公社債投信に限られており、これを公開販売専用ファンドにまで広げる方向で検討することとする。

(4) 営業姿勢について

① 証券事故

証券会社の役職員による証券事故の発生状況については、近年、件数には減少傾向がみられるものの、なお跡を絶っていない。また、1件当たりの事故金額は依然高水準にある。

証券事故は、いうまでもなく証券界に対する信用失墜を招くばかりでなく、証券会社の財務基盤を損ねるものであるから、その防止については、従来から通達を発出し、また機会あるごとに、証券会社に対して指導を行っており、引き続き、一層の内部管理体制の強化及び役職員の教育等の措置をとり、事故防止に万全を期していただきたい。

② 投資家本位の営業姿勢を

また、証券会社の営業姿勢については、昭和49年12月に「投資者本位の営業姿勢の徹底について」通達を発出し、投資家の実情と意向

に則した取引を行うこと、信用取引の過度な利用を自粛すること等の指導を行ってきており、さらに、56年5月に「証券会社の健全性の準則等に関する省令」の改正により、過度の回転売買や一律的な推奨販売等、不正な勧誘行為については、これを是正の対象とし、投資家本位の営業姿勢に徹するよう、度々指導してきている。

今や、証券界は金融・資本市場の大きな担い手として成長してきており、古い旧来の体質を改善するため、役職員こぞって、日本経済に占める証券界の役割を再認識し、かりにも営業姿勢について指弾や疑惑を招くことのないよう、一丸となって努めるべき時期にある。この点、よろしく願いたい。

この関連で、NTT株式の売り出しについて一言申し上げたい。NTT株式の一部が今秋に売り出されるが、証券界では、これを個人株主作りの契機としたいと考えているようであるが、反面、売り出しの取り扱いにあたる証券会社の行動如何によっては、逆に、個人投資家の株式投資からの離散に拍車をかけることもなきにしもあらずと思う。このような時期に、証券界が入札への参加を自粛する旨、自主的に決められたことは、誠に時宜を得たものであると思う。

(おわりに)

以上、証券行政の各般にわたる問題につき、所信を述べてきたが、私の金融関係行政の経験から申し上げておきたいことが二点あるので、これを最後に私の今日の話しを終わらせていただきたい。

第一は、国民経済の安定と成長にとって、金融・信用システムに寄せる国民の信頼がいかに大切なものかということである。私は、今日の話を20年前の証券不況の思い出で始めたが、皆様方の中には、あの時社会をおおった不安感を今だに記憶の方も多いと思う。まして、間接金融か

ら直接金融へのシフトが顕著な今日、ひとたび証券の世界に不安の雲がきざせば、その社会に与える衝撃たるや20年前の比ではない。セキュリタイゼーションの進んでいる米国において、投資家の関心が証券の収益性に集中し、その信用リスクへの関心が薄らぐという「金融システムのカジノ化」のおそれが指摘されているところであるが、我々としても、資本市場の活性化が流通市場過熱化につながることをないように常に注視していく所存である。証券界の皆様においても、何にも増して大切な金融システムへの信頼感が揺らぐことのないよう、細心の注意を払っていただきたい。

第二は、行政と業界の関係である。今後の我が国証券市場の一層の発展のため、当局と業界とが緊密な協力を行っていくことは、大変に重要である。証券市場の国際化・多様化が進展していくと、行政サイドも必ずしも問題点を把握しきれないといったことになりがちで、業界の方から、抱えているいろいろな問題、それについての考えを腹藏なく率直に当局に伝えていただきたい。行政当局としても、いろいろ言っていただくことが施策を考えていく上での手がかりとなる。この点、証券界と証券局はこれまで比較的うまくやってきたようで、これから迎える自由化・国際化の一層の進展を、共に協調と創意で乗り切っていきたいと考えているので、このことを改めてお願いしておきたい。

質 疑 応 答

(問) 国際化の進展と中小・地方証券の経営について、当局におかれは、平素から私共、中小・地方証券の経営基盤の拡充強化策について何かと御高配を賜り、厚く御礼申し上げたい。

特に、昨年9月には中期国債ファンド、利金ファンド等の累投業務についての資本金基準による規制の撤廃、更に本年4月には営業用不動産

の有効利用等各搬の措置を講じていただき誠に有難く存じている。

また、只今は我々がかねて願っていた、取引所非会員の信用取引の店内喰い合わせ、公開販売専用ファンドの代用証券適格について認めていただけるとのことで、重ねて御礼を申し上げる次第である。

しかし、今後、証券市場の国際化、金融市場の自由化、更には証券業務のシステム化の急速な進展等、我々中小・地方証券を取り巻く環境は、ますます厳しくなって参るものと思われる。我々は、従来から地元に着したきめ細かな経営を進めてきたが、今後もこの方針を堅持して参りたいと思っている。そのためには、常に顧客のニーズを的確に把握し、それに適切に応じて参らなければならないと思うが、証券会社のその規模が小なるがゆえに、また、地方に在るがゆえをもって、証券市場の大きな展開の中で遅れをとったり、とり残されることのないよう、御当局におかれては、引き続き我々中小・地方証券会社に対して御高配を賜りますようお願いしたい。

特に、証券市場の国際化に、私共中小証券はどう対応すればよいか、日頃、頭を悩ましているところである。

さきほど、お話の中でも、中小の財務局監理会社の中からも海外に拠点を持つところが出てきているとのことだが、中小証券の海外進出については、人材、経費、収益性といった点で簡単には決断できかねるところである。私共将来的には海外拠点の設定の方向に進んでいきたいと考えているが、現実には目の前の壁は厚いというのが実感だ。国際化が進展する中で、我々中小・地方証券は一体どう対応していけばよいのかといったことについて、何か局長にお考えあるいは示唆していただくことがあればお聞かせいただきたい。

(答) ここ2～3年の資本市場の国際化の進展は、きわめて急速であったので、こういう変化の激しい状況の中で今後の経営の方向を見きわ

めていくのは、大変難しいことと思う。

言うまでもなく、資本市場が国際化していくということには、二つの側面がある。すなわち、一つは、我が国の証券会社が海外に拠点を持ち、海外市場で新しいビジネスを展開していくということである。もう一つは、日本の資本市場の魅力が高まり、外国証券会社の進出が相次いだり、投資家の中にも国際証券投資へのニーズが高まることにより、日本の資本市場自体が国際化していくという側面である。

ただいまの質問は、特にこのうちの第一の側面についてであるが、おっしゃる通り、海外に進出するには、いろいろな意味で高いコストを払わねばならない。従って、海外進出をしていくかどうかは、各社それぞれが、自分の企業体力を良く考えて長期的な経営計画の中でメリット、デメリットを慎重に考えたうえで判断していただく必要がある。

この際、国際化のもたらす第二の側面についても念頭に置いて判断していただきたい。すなわち我が国の資本市場が国際化し、そこに海外の証券会社、投資家、発行体が多数参加してくる、その中で情報の集積や新しい金融商品の開発、販売等がおこなわれるということになると、必ずしも海外に拠点を設けなくても国内の業務として国際的な拡がりを持った仕事を行うチャンスが生じてくる。

例えば、今月発売される外国投信の販売団に28社の財務局監理会社が参加することになると聞いているが、これも端的な例ではないかと思う。

我々は、決して中小証券が海外に拠点を持つことに消極的なものではないが、国際化というムードに流されぬよう、国際化のもたらすところのものを具体的な経営環境の中で十分に見極めながら、長期的な視野に立って判断をしていただきたいと考えている。

いずれにせよ、国際化の問題にどう対応していくかに限らず、中小証

券会社の今後の経営のあり方について、みなさんの意見を伺いながら、証券局としては財務局ともども真剣に検討を重ねていきたいと考えている。

(問) これまで証券会社の金銭による配当額の上限は、8円(配当率16%)と決められていたが、本年6月の証券局長通達によりこれが撤廃され、経営者の自主的判断に委ねられることになった。

従って、金銭による配当額については、経営者の裁量によりいくらかでもよいことになったが、証券会社の金融機関としての社会的信用、銀行等他の金融機関とのバランスの問題等、いろいろな配慮をして決定すべきものとする。

そこで、我々経営者が本年の金銭による配当額を決めるに当たって、御当局として何かお考えをお持ちなら、その点、又は、配慮すべきであるとの考えがありましたら、それらの点についてお伺いしたい。

(答)

証券会社の決算については、従来、内部留保の充実と資産内容の堅実化を図るため、社外流出を極力抑える方針をとってき、50年以降は財務内容にも充実がみられるようになってきたため、経営者の方々の自主的判断を尊重する方針の下に徐々に規制を緩和してきている。また、本年6月には、配当の上限(8円)を撤廃し、社外流出性向(40%)のみを残すこととし、一層の緩和を図った。

企業の配当問題は、本来、経営者の方々が自主的に決める問題であるが、証券会社は免許業種であるため、公共的性格を持つ会社としての財務の健全性をあわせて考える必要がある。また、証券会社をとりまく経営環境も自由化、国際化、機械化の進展によりますます厳しさを増しているため、内部留保を充実させる必要性は従来よりも高まっている。

当期は、幸い過去3年に引続き史上最高の好決算になると予想されているが、証券会社の収益はもともと市況に左右される性質のものであり、現在の市況がいつまで続くかという問題もあろう。

配当については、経営者の方々の自主的な判断をできる限り尊重していきたいと考えているが、配当上限を撤廃したからといって無意味な配当競争などに走ることをしないよう、各社においても各社の足元をじっくりとみつめつつ、堅実な考え方をして頂くことが重要である。

..... ◇