



証券市場をめぐる諸問題と行政

大蔵省 証券局長 角 谷 正 彦

(はじめに)

ただいま、御紹介いただいた証券局長の角谷です。

このように、証券界の各社、各団体の代表者が、年に一度、一堂に会して交流を深められ、研修会を催されることは、証券界にとって大変意義深いものと考えている。

私、この6月に証券局に参るまでは、主に主計局において予算にかかる仕事をしてきたが、証券局については、八王子税務署長を終えて本省に戻った昭和41年8月から43年7月までの2年間は業務課課長補佐として、43年7月から45年7月までの間の2年間は企業財務一課課長補佐として合計4年間の勤務をしている。今でも大変印象深く思い出すが、当時、証券界は前代未聞の不況を経験し、証券界の皆様がまさに悪戦苦闘を続けておられた時代であり、新任の補佐として私自身もよい勉強をさせていただいた。この6月に証券局長を拝命し、証券局にまた帰ってきたという気持ちがある。就任後まだ日も浅く、実態を把握していない面もあるが、その間、国会審議等のあわただしい日程の中で、証券行政について日々考えていることを、この代表者研修に当って率直にお話し申し上げたい。

I 証券市場の変化と証券行政の課題

1. 昭和40年以降の証券市場の変化

(1) 私が証券局に勤務していた昭和40年当時と比べると、証券市場は目を見張る変貌を遂げている。40年頃を振り返ってみると、当時の日本経済は、39年秋をピークに景気が下降に転じ、いわゆる「40年不況」の時期を迎えていた。株式市況はケネディ・ショック以降、額面発行増資による需給関係の悪化から低迷が続いていたが、40年に入ってから30年代に大量に設定された投信の大量解約、運用預りの払戻しによる株式の売り圧力等により、7月中旬まで東証ダウは下がり続け(40. 1. 8には1,227円→40. 7. 12には1,020円)、その間、売買高も激減している。この中で、40年6～8月にかけて、経営破綻した山一証券、大井証券に対し、日銀から緊急特別融資が行われた。また、日本証券保有組合等による株式の買入等株式需給の改善等の措置も講ぜられた。この経験は、証券会社の経営基盤に対する投資家の信頼を揺るがすものであったといえよ

う。こうした中で、昭和40年の証取法の改正により、証券業は従来の登録制から免許制へと切り替わり、43年度からは免許制へと全面的に移行したが、行政としては内部留保の充実、対外流出の抑制により証券会社の財産的基礎を確立し、また、業界に対して営業姿勢の健全性、内部管理体制の強化を強く要請するなど、投資家の信頼の回復に努めた。

また、株式流通市場について、42年7月に証取審の報告書「株式流通機構の整備改善について」が提出され、これに基づいて取引所取引の在り方(バイカ이의全面廃止、信用取引の改善等)、証券取引所等の組織、機能等の整備改善措置が講ぜられている。こうした中で、企業の直接金融形態による資金調達の様式化も進み、40年代には時価発行増資、時価転換社債の発行も行われるようになった。

この時期には、証券会社の経営基盤を安定させるとともに、証券市場を広義の金融市場の中に位置づけ、確立するための努力が行われたといえる。

(2) 40年不況を脱した日本経済は、以降、45年夏まで続く、いわゆる「いざなぎ景気」を迎え、株式市場にとってフォローの風となった。43年には、民間設備投資と輸出の増大に加え、外人による日本株投資の増加等により株価が急上昇し、この年は総じて大商いが続いている。こうした中で、44年7月には大井証券が、9月には山一証券が日銀の特別融資を当初の予定を繰上げて全額返済し再建を遂げている。

(3) 昭和50年代は、日本経済が2度にわたる石油危機を契機にそれまでの高度成長から安定成長へと構造的変化を遂げた時期に当たる。この中で、税収の大幅な落込みによる巨額の歳入欠陥をカバーするため、昭和50年度以降、赤字国債を含む大量の国債が発行されることとなり、その結果49年度末には10兆円にも満たなかった国債残高がその後急増し、58年度には100兆円を突破し、63年度末には160兆円近くにも達する見込みであることは、皆様御存知の通りである。

この国債の大量発行の結果、流通市場が急速に拡大したのに伴い、長期国債の発行条件も市場における流通利回りを基準として頻りに改定されるようになり、長期金利体系全体が市場実勢に反応する弾力的なものになった一方、現先市場の発展、短期国債の発行が短期金利の弾力化にもつながり、金利の自由化が進むことになった。

また、55年12月には外為法の改正が行われ、資本取引が原則禁止から自由化へと移行した結果内外資本交流の活発化に大きく貢献したが、この点も50年代以降進展した金融の自由化へのインパクトになったものと考えられる。

(4) 昭和59年に発表された「日米円・ドル委員会報告書」では、円の国際化や我が国金融・資本市場のあり方に関して、金利の自由化、外国金融機関の参入、ユーロ円市場等についてその基本的方針、今後の進め方が明らかにされたが、この報告書によって市場の国際化等に一層の拍車がかかったと考えられる。

この報告書が発表されて以来、我が国の証券市場では、国際化と並行してユーロ円市場における

規制緩和、先物取引の開始、国内CP市場の創設、CD発行の弾力化等の商品の多様化、証券化業務の拡大に対応した機能化の進展がみられる。特に50年代後半以降、国際的には貿易収支の黒字が累積し我が国が資本輸出国となったことから我が国資本市場の規模が大きく拡大したこと、一方、国内的には家計貯蓄と企業の自己金融の増大が証券市場の発展にとって有利な環境を作りだしたことが指摘できよう。

今や日本の証券市場は、商品の品揃え、市場参加者の国際化の度合、市場の規模などからみてニューヨーク、ロンドンと並ぶ、世界を代表する市場となるにいたっている。

証券市場の国際化に伴い、その解決に当たって、単に国内の問題に止まらずに、国際的な連携や協調が必要とされる問題が増えてきており、当局としてもIOSCO（証券委員会国際機構）への加入、各国政府との政策協調等を図っていく時代となっている。

我が国証券市場の役割は、国際的にも大きくなっており、世界における地位も高まってきている。こういった状況の中で、私は20代目の証券局長に就任したわけであるが、着任してみると、リクルートの問題、明電工の問題、あるいは三協精機にかかわる株価操縦についての問題等がいろいろ出てくる。

さらには、7月には協同飼料にかかわる株価操縦についての判決が出るとか、殖産住宅事件についての贈賄問題の判決が出るといったことで、最近における証券関係の新聞記事を見ると、あまり好ましくない話がたくさん出てきている。証券市場全体としてはかなり発展し、健全になってきていると思うが、その中でいままでの古い慣行等について、一部批判が出てきている。それがまた証券市場あるいは証券業界のイメージとして、良い方向として考えられていないものが出てきているということは、私としては非常に残念に思っている。

そういった意味では先ほど田淵会長からもお話があったように、この際、改善すべきことは改善するといった形で対応していかなければならないと考えている。というのも、こういった一部のゆがみが誇大に伝えられることにより、例えば対外的な面でみると、日本の証券市場は閉鎖的である、あるいは透明性がないといった印象を与えかねないからである。例えば、最近のニューヨーク・タイムズなどを見ても、証券市場のスキャンダルが大きく取り上げられているが、それがまたどこかの段階で日本の証券市場に対する批判としてはね返ってくる恐れもある。

さらに、日本の金融機関あるいは証券会社は非常に大きな地位を占め、外国にもどんどん進出していくことによって、オーバープレゼンスといった問題も出てきているわけであり、そういったことに対する批判を招きかねないという問題がある。

また、国内的にみても、証券市場が一部の人が不労所得を得る場だというようなイメージを与えることになれば、実際にはごく少数の話であっても、証券市場の健全な発展にとって大きな障害になる。

そういう意味で、当面私が考えていることは、証券市場に残っているいろいろな古い慣行なり制度なりについて改善すべきところは改善し、それによって国際的にも通用する市場としてい

たいということである。いままでは証券業界は40年不況を脱して順調に成長し、量的には拡大してきたわけであるが、質的な意味でも第2の脱皮を図っていかなければならない、そういう時期になっているのではないかという気がしている。

2. 証券行政の課題

こうした自由化、国際化、多様化、機械化といった証券市場をめぐる変化の中で、我が国証券市場を名実ともに国際的市場として発展させ、機能させていくことが、証券行政の課題であると考えている。

以下、証券行政の課題として三点を指摘したいと思う。

第一は、我が国証券市場に対する一層の信頼性の確保を図るとともに、証券会社の経営のあり方についても財務体質の強化を含め経営の健全性を確保していくことである。

我が国証券市場が国際的市場として発展していくためには、取引の公正性の確保、市場の透明性の確保をしていくことが必要である。また、大量な資金が世界的な規模で流出入している中で、証券市場の基盤となるべき証券会社のリスク管理、財務体質の一層の強化が必要であると考えている。

第二は、セキュリティゼーションへの積極的な対応である。

世界的なセキュリティゼーションの中で我が国の金融証券化関連商品のマーケットの拡大も進んでいるが、投資家保護の観点からこれらに対応していく必要がある。

第三は、証券市場の整備、改善である。

証券市場のグローバル化が進んだ結果、資金は間接金融、直接金融を問わず、有利で自由な、流通性に富む市場にシフトすることになるので、商品の多様化、国際的な観点に立った諸規制の見直し等の証券市場の整備、改善が必要であると考えている。

II 当面の証券行政の問題

以上、指摘した証券行政の課題の視点に沿って、当面の証券行政の問題について御説明させていただく。

1. 我が国証券市場に対する一層の信頼性の確保と証券会社の経営の健全性の確保

まず、我が国証券市場に対する一層の信頼性の確保と証券会社の財務体質の強化を含めた経営の健全性の確保についてお話ししたいと思う。

(1) 取引の公正性、市場の透明性の確保

我が国市場に対する信頼性を確保するためには取引の公正性、市場の透明性を確保することが必要であるが、その観点から①インサイダー取引規制の整備、②株式公開制度の見直し、③不正取引への対応の3点について申し述べる。

① インサイダー取引規制の整備

(イ) 第一のインサイダー取引規制の整備については、この5月に法律改正が行われたところで

ある。その背景として、最近米国、英国等を中心にインサイダー取引の規制の強化ないし新規立法の動きが相次いでおり、規制強化の方向が世界的な潮流となったが、証券取引の国際化の中、国際的な規制の足並をそろえていく必要があったこと、一方、国内においては、昭和62年9月、いわゆるタテホ化学工業事件が発生し、取引金融機関等によるインサイダー取引が問題とされるなど社会的にも関心が高まったことがある。

(d) 現在、法律の制定を受けた政省令の制定作業に着手している。インサイダー関連の政省令については、時期的にいくつかの段階毎に施行されることとなっていて、上場会社の役員及び主要株主が自社の株式を売買する場合の報告義務に関する政省令は9月に公布、10月1日施行予定になっている。また、刑事罰則に関する政省令については、年末ないし来年早々を目途に現在制定作業に着手しているが、一般投資家等に対する十分な周知期間を経て、来年4月頃に施行したいと考えている。刑事罰則に関する政省令において、インサイダー取引の認定に当たっての重要事実の範囲についての具体的な判断基準の多くが規定されることになっているが、規定に当たっては出来る限り具体的な数値基準を示すなど、重要事実の範囲を明確にすることとしている。

(e) インサイダー取引の規制に当たっては、何よりもその未然防止体制に万全を期することが重要である。この観点から証券業界においては、内部者取引管理規則が制定され、7月1日から実施されている。

また、総合証券会社を中心となって、法人担当者によるブローカー業務とアンダーライター業務の職能分離等組織変更が進められているが、結構なことと考えている。こうした組織変更については、証券会社の規模・態様により、それぞれ適切に対応していくべきものと考えている。

インサイダー取引の未然防止体制については、証券会社の売買管理部を中心に、取引所での監視体制も加わり、制度としては一応確立してきていると考えているが、やはり個々のケースに応じた機動的かつ実効のある運用が必要になってくるものと考えている。運用について何か問題があれば証券局に御連絡をいただきたいと思う。なお、当局としては、流通市場課が売買管理の中心となるが、状況に応じて検査課の機動班を活用したいと考えている。

金融機関については、全銀協が中心となって自主規制を検討中であるが、証券会社と同様な対応が図られることを期待している。インサイダー取引規制の主たる関係者である発行会社についても、この趣旨の徹底に努めてまいりたいと考えているが、証券界において、こうした発行会社との接触の過程で、新しい規制の周知徹底について積極的に協力していただけるようお願いしたい。この点に関連して、三協精機製作所の件については現在調査中である。今後、調査の結果をみた上で、必要な指導を関係方面に要請したいと考えている。

これに関して申し上げますと、発行会社側としては、それなりに情報管理を徹底したとは思

うが、出来高なり、株価の推移を見てみるとどこかで情報が漏洩したということについての相当な状況証拠があったと言わざるを得ないわけであり、7月29日には売買を一時停止して、インサイダー取引の問題について現在調査を進めているところである。

ごく近い将来にこの調査結果が東証等から発表されると思うが、事件の詳細を見てもインサイダー取引の疑いの濃い取引が行われた形跡が見受けられる。それが法律上のインサイダー取引にあたるかどうかという問題はさらに詰める必要があるが、いずれにしても、改正証取法が現在施行されていないので、刑事罰の問題にはならないものの、もし改正証取法が施行されたならば、やはり違法だということになる可能性が非常に強い取引も見受けられる状況にある、というのが現実である。

ただ、この問題を調べていく過程で私どもが感じたことは、発行会社、特に末端の方々になると、自分がやったことが問題になるということについての違法性の認識があまりなかったような感じがするということである。つまり、組織的に何かが行われたというよりは、そういうことを知らずにいままでと同じようにやってしまったが、それが今度からいろいろ問題になるよということを言われて、会社としても、やった人も驚いているというような点が見受けられるわけであり、そういった意味では、我々としても発行会社に対するPR不足を感じさせられた。

今回のケースは、証取法の改正が本格的に実施される前のケースであるが、これを一つのモデルケースとして、今後発行会社に対してどういう形で情報管理なり、職員に対する周知徹底なりを認識してもらうか、あるいは東証その他に対する連絡体制等をどのように整備していくか等の問題解決に役立てていきたいと思う。

東証においても近く調査結果を発表し、所要の措置をとると思うが、我々としては発行会社に対する指導を今後いろいろな方面にお願いしたいと考えている。

② 株式公開制度の見直し

(i) 第二は、株式公開制度の見直しである。

株式公開に伴う株価の形成については、今春、新規上場銘柄の初値形成が問題となり、いわゆる2分の1ルールを完全合致方式にかえるといったような対策が講じられたところであり、その措置の運用状況をフォローする状態にあるが、だいぶ初値形成が昔よりはスムーズにいくようになったのではないかと考えている。

一方、株式店頭市場に関しては、その活性化を図るため、本年6月から、証券業協会の専門委員会において検討が行われている。

こうした中で、リクルート・コスモスのような例が問題となった。店頭登録に際して、違法ではないとしても特定の者が恣意的に利益を享受するような取引が行われれば、一般投資家の不公平感を招き、ひいては証券市場に対する信頼を損なうおそれがある。これはゴルフ

○ 会員権の一次募集と同じではないかという意見もあるが、一次募集を縁故で受けられる人と受けられない人がいるわけであるから、受けられない人にとってみると、やはり不公平感
は、ぬぐえないだろうと思う。

また、これに関連して国会における議論等では、公開株式の価格形成、あるいはその配分方法についていろいろ問題があるのではないかといったことも指摘されている。我々としても、株式公開制度のあり方について、証券市場に対する信頼を確保するという観点から全面的に見直す考えである。見直しに当たっては、中堅企業に資金調達場の場を提供するという株式店頭市場の本来の意義を活かすという基本的立場に立ちながら、投資家の不公平感を解消するためにはどのような方策があるか、検討を進めたいと考えている。

(d) 今後、この問題について証取審の不正取引特別部会において、御審議いただく予定であるが、今まで各方面より問題提起されている主なポイントとしては、(i) 特別利害関係者等による株式移動の制限期間についてどう考えるか、(ii) 公開価格と初値に乖離が生じていることから、公開価格の算定方式や公募・売出し株の配分方法についてどう考えるか、(iii) 公開時における過去の一定期間の株式の移動のディスクロージャーについてどう考えるか、といったような点がある。

③ 不正取引への対応

(i) 第三は、不正取引への対応である。
我が国の株式流通市場の価格形成については、大蔵省及び証券取引所において、常時監視するとともに、証券会社においても、株価形成に関する自主ルール等に基づき市場の健全性の確保に努めているところであるが、なお、海外から我が国の株価形成はわかりにくいとの批判がある。

(d) 我が国においては最近買占めの事例が増えてきている。我が国における買占めは、経営参加を行うというよりも高値での肩代りを求めるという形態のものが多くが特徴となっている。一方、買占めによって、株価が異常に高騰し、ファイナンスができないという問題も生じている。買占め問題に対する現在の行政の対応としては、それ自体は違法ではないとしても、価格形成が不透明であれば問題であると考えている。また、その過程で不正行為がないかどうかは常時監視を行っているところである。

諸外国においては、一定量の株式を買い集めた場合には、買付目的、買付資金の出所等について、報告を義務づけている。いわゆる5%ルールと言われているものであるが、これについては、最近の新聞によると日経連からも前向きに対応してほしいという要望が出されているということである。我が国において、こうした制度が投資家保護上どのような効果をもたらすのか、諸外国の実態を踏まえ、検討してまいりたいと考えている。

株価操縦に関する規定としては証取法第125条（刑罰規定）及び証取法第50条・健全性省

令（行政処分）があるが、これらの規定の運用上の諸問題についても幅広く検討していきたいと考えている。

(e) その他、我が国の株式市場において法人間の株式の持合いが進む中で、大量集中売買等証券会社の営業姿勢も、価格形成面に強い影響を与えているのではないかと指摘もあり、今後の検討が必要であると考えている。

以上、三点についてお話しをさせていただいたが、これらの問題に共通の考え方としては、取引それ自体は投資家の自己責任の問題であるが、その取引は健全で、公正な土俵で行われなければならないということである。

(2) 担い手となる証券会社の経営の健全性確保

① 証券会社の財務体質の強化

(i) 財務体質の充実、リスク管理

以上のような市場に対する信頼性の確保と並んで、その担い手である証券会社の経営の健全性の確保について述べたいと思う。

まず、証券会社の財務体質については、ここ数年間、株式市況が好調であったこと等を反映し、それ以前に比し、格段の改善がみられている。63年度の決算も昨年よりは若干減益になるものの、それでも史上第2位の好決算になる見込みだということである。またこの間、経営者の皆様の御努力により、増資等による自己資本の充実が図られてきたことは、誠に結構なことと考えている。このように証券会社の財務体質については、経営努力等により引き続きその強化が図られるべきことはいままでもない。

他方、証券会社の負うリスクも増大する環境になってきている。すなわち、証券会社の業務は、近年の株式、債券市場の急速な拡大という量的な面のみならず、先物・オプション取引等の新商品の出現等の質的な面でも急速な進展がみられる。こうした動向は、一方で証券会社に収益機会の増加をもたらすものであるが、反面、証券会社の負うリスクをも増大させている。特に、大手証券会社をみると、株式の持ち株残高よりも、債券の残高がはるかに大きいといったことから、債券ディーリングの方がむしろ株式よりもある意味ではリスクが高くなっているという面も現実にもみられている。

昨年10月のブラック・マンデーの影響は、我々に、証券会社の持つこうしたリスクの大きさを改めて認識させることとなった。特に米国においては、株式の自己取引が活発であったこと等から、有力な証券会社においても経営体質の脆弱さが表面化し業務の縮小を余儀なくされたところもあり、また、英国においても、マーケット・メイキング業務に伴う多大なロスの発生から同様の事態を招いたことは、皆様御承知の通りである。なお、我が国においては、経済のファンダメンタルズが良好であったこと、証券会社が免許制によりその財務体質の充実にも努めてきていること、また、証券会社の営業形態が外国と異なっていること等か

ら、その影響が比較的軽微なものに止まったことは幸いであった。

我が国においては、これまで証券会社の経営の健全性確保のため、最低資本金、負債倍率、資産保有額に対する規制等きめ細かな規制があるが、これらの規制には個別の保有資産ごとの純財産に対する個別縦割的な財務規制ないしは業務規制といったものが中心となっている。私が以前証券局にいたときに、商品有価証券については純財産の一定割合に止めると、引受けした証券については一定期間内に全部売り切ってしまう等の規制を設け、なるべく純財産を基準にリスクをミニマム化させ、過大な証券保有によるリスクを防いでいこうという発想があって、業務方法書等でそういう規制をかけたわけであるが、また20年近く経って証券局に戻って業務規制のあり方を見直してみると、基本的には同じような形でいろいろとやっているという感じを持っている。また、我が国において先物市場が順次拡大されているが、こうしたオフバランスの業務の規制も当面は個別縦割的に対応せざるを得ない状況にある。

証券会社の財務体質の健全性の要請は、証券会社を取り巻く新しい環境の変化に対応してますます強まるものと思われるが、このような財務規制ないしは業務規制が証券会社の業務全体の総合的なリスク管理といった面では限界があることも事実である。従って、今後は、オフバランス項目も含め、リスク管理や業務規制がどうあるべきかについて研究していく必要があると考えている。これから株価指数先物取引等の新しい取引が開始されるのでこれらの状況等もみながら、今後のあり方について中・長期的に勉強していきたいと考えている。

(四) 中小証券の経営安定策

続いて、中小証券会社の経営問題について申し述べたいと思う。

中小証券会社においても、最近自己資本の充実が図られてきているが、今申し述べたリスク管理といった面では、中小証券会社では株式の自己売買比率が高い等、リスクが一般に大きい状態にあることも認識する必要があると考える。

中小証券会社の経営に対しては、当局においてその地位の向上、経済環境や顧客ニーズの多様化に対処しうるよう、これまで中小証券会社支援のための諸施策を順次実施してきたところである。具体的には、この1年間において、(1)証券会社の上場の推進、(2)引受業務免許の年間付与回数の増加、(3)外為取引に係る指定証券会社基準の緩和、(4)証券会社の兼業業務の承認基準の緩和、(5)投資信託の販売に関する弾力的な対応等を図ってきたところである。

さらに今回、証券業協会の地区協会正副会長懇談会から要望が提出されている累積投資専用の投資信託（いわゆるミリオン）の取扱いに関しては、当局において種々検討した結果、現在の資本金による制限を撤廃し、資本金の如何にかかわらず行えるよう措置していく考えである。

特に中小証券会社の経営の安定という点で、特に重要な課題について申し述べたいと思う

が、それは財務内容の充実と人材の確保を図ることだと考えている。

財務内容の充実については、自己資本を充実するとの観点から、去る61年12月に望ましい資本金を提示して、64年末を期限とする資本金の引上げを図ることとしている。これまで、順調にその引上げが行われているが、さらに残された期間にその目標が完全に達成されるようお願いしたい。また、経営基盤を強化し社内体制を整備していく上では、何よりも人材の確保が重要と考える。特に、国際化、機械化の進展等がみられる今日、社内職員の充実やその教育訓練を図っていくことが是非とも必要であると考えられ、証券界の社会的地位が向上してきた現在の好機をとらえ、この面の努力を行っていただきたいと考える。

中小証券の営業展開の特質については、従来から、大手証券とは違ったきめ細かい顧客サービスを通じ、地域に密着した営業を展開しているわけだが、今後ともこのような中小・地方証券会社の特色を生かした地道な努力を続けていくことが基本的に重要であると考えている。

このような営業展開を基本としつつも、今後皆様が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かうとするのか、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と考えている。

こうした観点からも、今後、行政当局としては中小証券の方々と風通しの良さをできる限り保ち、その経営のあり方等については、随時御相談にのっていく考えであることを申し添えたいと思う。

② 証券会社の営業姿勢の見直し

次に証券会社の営業姿勢について触れたいと思う。

最近、明電工事件において多数の証券会社関係者の関与があったことが問題となっている。また、いわゆる証券事故も後を絶たない状況にあり（62年9月期届出ベース110件）、その1件当たり金額（62年9月期1件当たり6,500万円）も、依然高い水準にある。

特に、明電工事件で問題にされているいわゆる仮名取引については、既に昭和48年及び49年の2度に亘り当局から通達を発出し、その自粛方について指導しているところである。それにもかかわらず、今回このような事件が発生し、証券界に対する社会的批判が強まってきていることはまことに残念なことであり、こうした批判に対しては、証券業務に携わる関係者は徹頭徹尾に受けとめる必要があると考える。

当局においては、今回の事件に鑑み、仮名取引等の排除についてその趣旨の一層の徹底を図る観点から、指導の強化を図っていくべきであると考えており、現在、内部で検討を進めてい

るところである。

また、証券会社の営業姿勢については、過度の回転売買、一律集中的な推奨販売、新発C Bを利用した利回り保証等、問題のある勧誘行為は後を絶っていない。また最近では、外貨ワラント等新商品に関する勉強が十分でないまま営業を行い、顧客との間でトラブルを発生させる事例が目立っている。

証券界は、いまや金融・資本市場の大きな担い手として成長し、また、国民の中で株式等有価証券投資が個人の重要な資産形成手段として一般化しつつある現在、こうした実情に対しては、投資者本位の営業姿勢という原点に立ち返り、モラルの向上に努める必要があると考える。またこのため、社内の管理体制、役職員教育については、改めて点検を行っていただきたいと考える。今後は、仮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、業界が一丸となって取り組んでいただきたいと思う。この点重ねてよろしくお願いしたい。

2. セキュリタイゼーションへの対応

次にセキュリタイゼーションへの対応についてお話ししたい。

(1) セキュリタイゼーションの進展

欧米においては、金融資産の流動化の要請、自己資本比率規制の強化などを背景として、金融の証券化、いわゆるセキュリタイゼーションが急速に進展しているが、我が国においても、近年、C P、抵当証券等のマーケットが拡大するとともに住宅ローン債権信託の受益権証書の商品性の改善が行われている。たとえば、C Pについてみると、その発行残高は昨年12月末の1兆7,000億円から、本年6月末には5兆2,000億円と約3倍の伸びとなっており、抵当証券についてみると、その販売額は昭和57年度末の300億円から昨年度には1兆5,000億円と約50倍の拡大をみている。こうした証券化はいろいろな分野で拡大してくるものと思われる。従来から、証券及び銀行の固有の分野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こととしているが、こうした分野について個別解決を図っていく場合には市場の発展、投資家保護の観点から問題が生じてくる。

(2) 証取審（基本問題研究会）での検討

現状では、これらの商品は、本来、投資家の間を流通するものであるにもかかわらず、投資家保護の観点等からの法律上の規制がなされておらず、通達等によってその取扱いが示されているのみである。このような取扱い、投資家保護をいかに図っていくか、その取扱い業務をいかなる者に行わせるかなどの点において、不明確なものであると考えられる。

セキュリタイゼーションの進展に伴い、最低額面（例えば、現在C Pは1億円）が引き下げられ、仮に一般投資家に販売されるようになると、一般の投資家保護をどう担保するかという問題は一層重要になってくるものと考えられる。

このような金融環境の変化を踏まえ、今後より適切な対応を図っていくために証券取引審議会

に基本問題を審議する特別部会のようなものを設置していただき、まず、金融証券化の進展に伴う基本的問題について検討を行っていく必要があると考えている。基本問題研究会（仮称）においては、投資家保護の観点からみた証取法上の有価証券の範囲、ディスクロージャーのあり方、取扱業務のあり方等についての法制面を含めた統一的な検討を行いたいと考えており、9月に開催が予定されている証取審で御検討をお願いする次第である。

3. 証券市場の整備・改善

第三に、証券市場の整備・改善にかかわる問題である。

我が国市場を国際的な市場として発展させていくために、証券市場にかかる制度の改善、諸規制の緩和、商品の多様化等を進めていかなければならないが、こうした点についてお話しすることとしたい。

(1) 社債発行市場の活性化

① 現在、本邦企業の証券形態による資金調達相当部分（61年度44.3%、62年度40.0%）は海外市場に依存している。その原因としては、内外金利差や為替相場の動向といった市場要因のほか我が国発行市場の制度、慣行面での制約やコスト高によるところも大きいと考えられる。

本邦企業の資金調達の海外市場依存については、我が国が世界一の資本供給国であることも考えれば、極めて不自然であるとともに、国民経済的にも大きな損失である等の問題があり、国内発行市場、とりわけ普通社債発行市場の一層の整備に取り組む必要があると考える。

このような考え方にに基づき、昭和61年12月の証券取引審議会報告「社債発行市場の在り方について」を踏まえ、これまで社債の無担保化の促進、起債の仕組みの改善（プロポーザル方式の導入）、ディスクロージャー制度の改善等を進めてきたところであるが、残された課題はまだ多く、低迷を続ける我が国発行市場の活性化は現下の証券行政の重要課題の一つと考えられる。

② 我が国発行市場活性化のための今後の主要課題としては、(i) 社債法改正（社債発行限度、受託会社の在り方）、(ii) 社債の多様化の促進、(iii) 適債基準の緩和、(iv) 社債登録制度改革等が挙げられる。

まず、社債法改正については、現在、所要の法案を次期通常国会に提出することを目途として、法務省法制審議会商法部会社債法小委員会等において検討中である。社債法改正については、社債発行限度規制の見直しや受託制度のあり方等の社債発行市場の基本的な仕組みに係る問題について検討が行われており、証券局としても社債法小委員会での検討に参加しているところである。社債発行限度規制については、担保の有無等社債の種類を問わず、基本的には撤廃することとし、また、受託会社のあり方については、受託会社の機能の明確化等が必要と考えている。

我が国発行市場の活性化のためには、発行体及び投資家のニーズが満たされるよう、社債の

商品性を多様化することが重要と考えている。

適債基準については、無担保債を中心としてその緩和についての産業界の要請が強く、また昨年7月に格付を適債基準に導入した後1年を経過し、格付も我が国市場に定着しつつあることから、格付をより一層活用する方向で適債基準の一段の緩和を図ることについて現在検討を進めているところである。

いずれにしても、この社債の問題はいろいろ金融界との利害が輻輳している話であり、一朝一夕に話を進めるのは困難な状況にあると思うが、私個人としては、格付制度をどうやって定着させるかということが、この社債問題を進めていくためのひとつの切り口になるのではないかという印象を持っている。

社債登録制度改革については、本年4月28日に社債等登録制度研究会の報告書で示された改革案の具体化に向けて、現在、法令及び実務に精通したメンバーによりワーキング・グループを設け、検討を進めている。

以上、社債発行市場活性化の主要課題について申し上げたが、市場としての安定性、投資家保護の仕組みに配慮しつつ、発行体、投資家という発行市場の主役のニーズが最大限満たされる国際的に通用する市場を目指して、今後とも国内発行市場の改善を進めていきたいと考えている。

(2) ディスクロージャー制度の見直し

① 近年、ディスクロージャー制度を取りまく環境は大きく変化している。まず、企業の証券形態による資金調達活発化、多様化が進展する中で、内外の発行者から、機動的、弾力的な資金調達が可能となるよう発行開示手続きの簡素化を要望する声が強まっている。また、多角化、国際化が急速に展開している企業経営について、その実態を適切に反映した有益な投資情報の提供を確保するために開示内容の充実の必要性も高まってきている。

こうした二面からのディスクロージャー制度の見直しに対応して、本年、発行登録制度及び参照方式の導入等の手続きの簡素化、臨時報告書の提出事由の拡大等の内容の充実を図ったところであり、また、セグメント情報の開示については、地域別の営業損益の開示等、将来さらに充実する方向で検討してまいりたいと考えている。

② また、現在問題となっている株式公開直前の株式譲渡等について、公開時に、発行会社より公開前一定期間のものに限り開示を行わせてはどうかという御提案があることも承知している。公開直前の株式の譲渡の取引の透明性確保という観点から大変興味深い御提案であり、既存のディスクロージャー制度の趣旨や仕組みとの権衡にも留意しながら、勉強してまいりたいと考えている。

(3) 先物市場の整備・拡充

① 本年5月の証取法の改正により、株価指数先物取引、証券オプション取引等についても、そ

の導入が可能となるような法的手当てが行われたが、それを受けて、関連する政省令を公布し、8月23日から先物に関連する改正証取法及び政省令を施行したところである。東京及び大阪証券取引所においても、株価指数先物取引の導入の準備を進めており、9月3日から取引が開始される予定となっている。

ところで、米国においては、昨年10月のブラック・マンデーの際に株式の現物市場と先物市場との相互作用が相場下落を加速したといわれており、先物市場と現物市場の一体的管理運営の重要性が指摘されている。我が国においては、米国にみられるような現物と先物にまたがるポートフォリオ・インシュランス等は余り行われておらず、また、現物取引所と先物取引所の間で意見の不一致が生ずる可能性もないので、現段階では、そうした心配は要らないと考えているが、株価指数先物取引の導入に伴って、現物市場及び先物市場を一体として、適切に管理・運営していくことが重要であると考えている。

② 先物取引の制度の整備に当たっては、これから様々な種類の証券先物取引が導入されることになることから、多数の先物取引の存在を前提とした仕組みを作っていかなければならないと考えている。こうした観点から、今回の株価指数先物取引の導入に当たっては、証拠金の総合管理、預り資産の一本化といった措置を講じたところである。

次に、今後、金融・証券先物取引の取次ぎ業務について、金融機関と相乗りが行われることになっているが、そうした問題の解決に当たっては、証券会社、金融機関との間で業務上のイコール・フットイングを保っていくことが重要であると考えている。

株価指数先物取引以降の証券先物取引の導入に関しては、海外証券先物の国内取次ぎの解禁を急いでいるところであるが、現在、投資家保護のための取次ぎのルールを検討を行っており、それがまとも次第、できれば年内にも取扱いを開始したいと考えている。また、債券の店頭オプション取引についても、ニーズが強いものと見られるので、現在、その導入について検討を行っているところである。

次に、T-Bond 先物取引については、東証で導入を予定しており、早ければ来年初めにも取引が開始されるのではないかと見られている。さらに、株価指数オプション取引についても各取引所が研究を進めており、来年中には、我が国初のオプション取引の導入が予想される。

いずれにせよ、今後、何年間にわたって、順次、各種の証券先物、オプション取引を導入し、我が国資本市場が先進主要国に比して十分魅力ある市場として機能を発揮するようにしていくことが必要である。

(4) 投資信託研究会での検討

我が国投資信託は、最近2～3年著しい増大を示しており、去る6月には残高が50兆円に達したところである。これは、近年の株式市場の活況に加え、61年半ば以降スポット投信の設定枠を撤廃したことや、中小証券会社による公開販売の推進により販売チャンネルが拡大されてきたこ

となどが直接の原因として挙げられるが、基本的には、金融環境の変化の中で、投資信託という商品が広く国民の注目を集め始めていることによるものと考えられる。

このような拡大の結果、投資信託は個人金融資産の中で重要な位置を占め、また、その動向が金融・資本市場に与える影響も従来に増して大きくなりつつあると言える。加えて金融・資本市場における自由化・国際化の進展等、投資信託をめぐる環境にも変化がみられている。このような状況を考えれば、この際、我が国の投資信託について、その投資対象や商品性のあり方、ディスクロージャーのあり方、あるいは委託会社の独立性をいかに確保していくか等の諸問題について、基本的な検討を加えておくことが、今後の投資信託の一層の発展を期するためにも必要であると考ええる。このため、本年秋にも、証券局に投資信託研究会を新たに設置し、幅広いメンバーにより、様々な観点から掘り下げた検討を行うこととしたいと考えている。

(5) C P の見直し

① 昨年11月20日、国内コマーシャル・ペーパー（C P）市場が創設されて以来、本年6月末現在で発行会社数77社、発行残高約5兆2,000億円とその規模は順調に拡大してきている。この市場創設の際、1年を経過した時点で、市場の動向等を踏まえ、見直しを行うこととされていたことから、現在、本年11月下旬頃に新たな枠組みで取引を開始することを目途として、準備を行っているところである。

② 今回の見直しに当たっての証券局の基本的姿勢としては、国内C P市場が、企業の短期資金調達及び投資家の運用手段の多様化に十分寄与することができるように、投資家保護に配慮しながら、自由で健全な市場の発展を図っていく所存であるが、特に、発行適格企業の拡大による市場の育成、C P格付制度の導入等が重要であると考えている。

まず、発行適格企業の拡大について申し上げますと、現在、C Pの発行適格企業は、無担保普通社債発行適格企業約200社に限定されているが、企業の短期資金調達のニーズに十分応えるためには、この拡大を行うことが適当である。その結果、短期資金調達コストが比較的高い企業、短期資金調達のニーズが強い企業等についてもC P発行を認めることになれば、発行条件の適正化とともに、国内C P市場を短期運転資金調達場として根付かせることにも寄与するものと考えている。

また、現在、C P発行適格企業の範囲は無担保普通社債の適債基準を借用して定められているが、今回の見直しに当たっては、格付機関の体制整備状況を踏まえつつ、C P自体の格付制度の導入を図っていくことが適当であると考えている。C P格付制度の導入は、発行体の信用に応じた適正な発行条件決定のためにも重要であると考えている。また、税制の問題を全体としてどう考えるかという問題もあろうかと思う。

今後関係者との調整を行うことになるが、このような方向で努力してまいりたいと考えている。

(おわりに)

以上、証券行政の各般にわたる問題につき、いろいろと申し上げてきたが、最後に一言申し上げたいと思う。

私は、本日の話を20年前の証券不況の思い出で始めたが、皆様方の中にも、あの時に社会をおおった不安感をいまだに記憶されている方も多いと思う。その後、我が国証券市場は着実な発展をみせ、それとともに証券業界も現在のような隆盛をみるにいたっているが、反面その責任も重くなっている。国際的にも我が国市場の世界市場の中で果たすべき役割はますます増大してきている。

証券界の皆様方には、重ねて、そうした点についてはっきりと自覚していただきたいと思う。また、現在の証券界にはそれにふさわしいだけの実力が十分にあることと確信している。

(質疑応答)

(質問) キャピタルゲイン税制について御質問させていただきたい。キャピタルゲインについては、昭和28年以来原則非課税とされてきたが、今回の税制改革の議論の中で、原則課税の方向が打ち出され、申告分離と源泉分離課税の選択制を内容とする法案が国会に提出されている。

キャピタルゲイン税制の問題について二点質問をさせていただきたい。

- (1) 第一に、店頭登録株式についても、源泉分離課税の対象となるときいているが、その理解でよろしいのかどうか伺いたい。
- (2) 第二に、店頭登録株を源泉分離課税の対象に含めるとして、現在問題となっているリクルートの事例のように、店頭登録前に関係者から入手した株式を店頭登録後譲渡する場合には源泉分離課税の選択を認めるべきでないという意見があるように聞いているがどのようにお考えになっているのか伺いたい。

(答え) 昭和28年以来続いてきたキャピタルゲイン原則非課税を見直し、原則課税に移行することを内容とする税制改正法案が国会に提出されているが、政府案をまとめていくに当たっては、証券界の御理解と御協力をいただき感謝している。

- (1) まず、店頭登録株についてであるが、改正法案では、源泉分離課税の対象となる株式等について、「証券取引所に上場されているものその他これに類するものとして政令で定めるものに限る」とされており、店頭登録株が対象とされるかは政令事項になっている。

今回、源泉分離課税の選択が認められることとされたのは、譲渡による収入金額及び当該株式等の取得価格を体系的に把握するシステムがないままに原則課税に移行するに当たり、証券会社を通じて取引される通常の株式等の譲渡益に対する課税については、徴税技術上証券会社による源泉徴収という手法をとることが適当と判断されたからである。

店頭登録株式については、上場株式と同様証券会社を通じて自由に販売されることから、政

令で源泉分離課税の対象とされるものと考えている。

(2) 質問の第二についてであるが、いわゆるリクルート・コスモスの問題に関しては、御指摘のような税制の問題や証券取引に係る制度的な問題等、様々な角度から議論があることは承知している。

こうした問題については、今後どのような対応を図っていくべきか、国会を始め各方面の議論を踏まえ、検討されることになると考えられる。

ただ、今回の予算委員会における議論などを聞いていると、公開前に取得した株式を公開後に短期に譲渡した場合、重課すべきであるといった議論がある。

それから創業したときの1%の源泉分離課税の適用は認めるべきでない、という議論もある。

いずれにしても、証券税制を検討するに当たっては、不公平税制の是正の観点ばかりでなく、証券市場への影響という観点を合わせて勘案すべきものと考えている。

そのためにも、先ほどの話に戻るが、公開制度についての改善策を初めとして証券市場のいろいろな問題について、私どもとしてはやはり改善すべきところは改善するという形で臨まないと、税制問題にもいろいろむずかしい問題が出てくるのではないかと思う。

非常に抽象的で申し訳ないが、これから議論が始まる段階で、あまり具体的なことを申し上げられないということは御理解いただきたい。

(質問) アメリカにおいては、グラス・スティーガル法により、基本的に銀行の証券業務、銀行と証券会社の系列化等が禁止されているが、金融の証券化が進む中でこのグラス・スティーガル法を見直す動きがあると聞いている。

アメリカにおける最近の動きがどうなっているのか、改正法案に対していかなるお考えをお持ちか伺わせていただきたい。

(答え) アメリカでは、現在議会上院と下院で並行的に法案が審議されている。

上院では銀行持株会社による証券子会社所有を可能とすること等を内容とした1988年プロクシマイヤー金融近代化法案が本年3月に可決された。

一方、下院では、本年8月銀行委員会において、セントジャーメイン委員長提案の1988年預金機関法が成立しているが、まだ、証券業務を担当する商業エネルギー委員会との調整が残っており、この調整が整って初めて下院案として成立することとなる。

また、下院案が固まったとしても、上院で可決された法案との一本化の作業を行う必要があり、関係者の間で合意が得られるかどうか見通しが立っておらず、年内にグラス・スティーガル法について何らかの改正法が成立することは日程的に困難であるというのが大方の予測であると聞いている。

一部に、アメリカの動きに遅れを取らぬように我が国においても分離体制を見直してはどうかという考えもあるように聞いているが、現在検討されているアメリカの改正法案の基本的考え方は、

グラス・スティーガル法の基本的枠組を維持し、銀行に対して証券子会社を通じて一部の証券業務への参入を認める一方、親子会社の間に役員等の兼職の禁止、信用供与・保証等の禁止といったファイアーウォールを設けて証券会社の独立性を確保し、銀行業務と証券業務を厳密に区分することにあると考えている。

なお、我が国と異なり、アメリカにおいては、銀行の株式保有が禁止されており、議論の前提が両国間で大きく違っていることにも留意すべきものとする。

以上

*

*

*