



資本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)

(1) ただいま、御紹介いただきました証券局長の角谷です。

昨年もこの箱根で各社の代表者の方々にお話を申し上げる機会を得ましたが、それからちょうど一年がたちました。

引き続き本年度も証券行政を担当していくことになりましたので、よろしく願いいたします。

(2) 昨年も申し上げましたが、最近のわが国の資本市場は、金融の自由化、国際化、証券化の進展とわが国自身が世界最大の資金余剰国になったことに伴い、大きな発展を続けてきております。特に東京株式市場は、すでにニューヨーク、ロンドンを上回る世界最大の市場となっており、わが国を抜きにしては世界の資本市場の問題は論じられないというような状況となっております。

この一年間をふりかえてみても、わが国の発行・流通市場は、さらに大きな成長を遂げました。

昭和63年中の東京市場における株式売買高は、286兆円とニューヨーク、ロンドンを大きく凌駕し、東証株価指数も63年中に36.6%上昇いたしました。

このような株式市場の活況とわが国経済の好況を反映して、発行市場の面においても株式の時価発行、時価転換社債等、いわゆるエクイティものの発行が大きく伸長し、証券形態による資金調達为主要企業の資金調達の主流として定着して参りました。この傾向は基本的には平成元年に入ってから続いております。

証券会社における各種業務も順調な拡大をみせ、63年9月期決算、平成元年3月期決算も全体として極めて良い状況でした。

このように昨年度は、全般的にみて非常に恵まれた時期でありましたが、証券市場に関連して、いろいろな社会問題が起り、この面では、証券行政にとっては多事多難な時期でありました。

(3) 昨年私は、この席で、今後の証券行政の課題は、わが国の資本市場を真に国際的な市場にふさわしい役割を十分果たしうるように構築していくことであるという基本的な認識に立って、

第一に、わが国証券市場に対する一層の信頼性の確保を図ること

第二に、セキュリティ強化に積極的に対応すること

第三に、国際化、自由化に対応して資本市場の整備・改善を図ること

の三点を具体的な課題として指摘したところであります。

昨年度は、御承知のように、リクルート事件、明電工事件をはじめ、様々な問題が生じ、わが国証券市場の問題点が各方面から指摘されたこともあり、第一の課題を最重点として各般の施策を講じましたが、第二の課題につきましても、証券取引審議会基本問題研究会の審議を通じ、第三の課題についても先物・オプション取引の導入開始、格付の推進など着実な施策の実施をみたものと考えております。

(4) ところで、「国際化時代にふさわしいわが国資本市場の構築」という基本課題は、単年度だけで解決できるようなものではありません。

昨年度講じた各種の施策についても、その定着にむけてさらに着実な努力を積み重ね、フォローアップし、基本課題にむけて必要があれば、引き続きこれを見直し、改善していく必要があります。

そこで、本日は、昨年度以来の課題をふまえつつ、今後の施策の方向をも含めて、次の三つのテーマについてお話ししたいと思います。

第一は、市場の公正性、透明性の確保という問題を含めた資本市場の整備・改善という課題につき、昨年来の施策の展開をふりかえりつつ、これらをさらに推進、定着させていくためには、今後証券行政としていかに施策を進めていくかという問題についてであります。

第二は、セキュリティ強化への対応を含め、わが国の資本市場をめぐるいわゆる制度問題につき、証券取引審議会で今後いかに取り組んでいくのかという問題についてであります。

第三は、資本市場の急激な環境変化等に対応して証券会社の経営の健全性をいかにして図っていくのかという点を中心に、証券会社経営をめぐる諸問題についてであります。

I わが国資本市場の整備改善等

1. わが国証券市場における公正性、透明性の一層の確保

証券市場の大衆化、国際化が進んでいく中で、取引の公正性、市場の透明性を確保することは、市場に対する投資家の信頼を高め、市場の健全な発展を図っていくための基礎的な条件であります。こうした観点から、内部者取引規制、株式公開制度のあり方、株式の買占めへの対応策について、証券取引審議会不正取引特別部会を中心に報告がとりまとめられ、これを受けて、一連の措置が講じられてきたところであります。

(1) 内部者取引規制

まず内部者取引の規制については、昨年5月に証券取引法の改正を行い、関係政省令も順次

施行し、本年4月には刑事罰規定も施行されました。

内部者取引については、法施行後これまでのところ幸いにして特に問題となる事案の発生をみておりません。今後法令違反があれば厳正に対処することはもちろんですが、この制度の運営の基本は、違反の摘発にあるというよりは、むしろ制度の周知徹底等により事件発生を未然に防止する体制を確立することであるといえます。

未然防止策としては、これまでも法令の整備にあわせて、関係各方面に対し、制度の周知徹底に努めてきたところであります。証券会社や金融機関においては、いわゆるチャイニーズ・ウォールの構築のほか、法人関係情報や顧客等に関する管理体制の整備がなされております。また、多くの事業会社においても情報管理や有価証券取引に関する内部規定の整備が進められています。このような形で各界において努力が払われていることは、極めて結構なことだと思います。

法令違反等に対する監視体制としては、証券取引所において、売買審査部を大幅に増員する等体制を整備し、大幅な株価変動等についての検索システムの拡充が図られました。

また、証券局においてもこの7月、流通市場課に取引審査官を設置し、係を増設するとか、検査課の機動班を活用する等の体制整備を図っているところであり、さらに来年度に向けても、人員、予算措置の確保に努めることとしております。

今後は、こうした体制が有効に機能することが重要であり、そのためには、証券界、取引所、行政当局との間の連携を一層強化し、内部者取引事案の未然防止体制をさらに強固なものにしていきたいと考えております。

なお、わが国のみならず各国において内部者取引規制が強化されてきておりますが、証券取引の国際化に伴い、各国間の国際協力がますます重要になってきています。このような観点から、例えば、本年7月に開催されたアルシュ・サミットにおいて、インサイダー取引の規制に関して、「国際協力が追求され、強化されるべきである」とうたわれております。わが国としては、すでに米国SECや英国貿易産業省との間で覚書を締結し、必要な情報を交換する等の体制をとっております。よりグローバルな国際協力のあり方については、昨年正式に加盟した証券委員会国際機構(IOSCO)等の場の話し合いにおいて、わが国としても可能な限り前向きに対応していく考えであります。

(2) 株式公開制度の見直し

昨年起こったリクルート事件は、社会的・政治的にも大きな影響を及ぼす問題となりましたが、これが公開前の株式の譲渡に関連していたこと、また、折から公開株に関する殖産住宅事件に関する最高裁の決定があったこともあって、証券市場の問題としても株式公開制度のあり方が問われることとなりました。株式公開前に株式を取得した者と、公開後に初めて取得が可能となる一般投資家とのバランスに配慮するとの考え方に立って制度の見直しを行い、公開前

後の株式移動等の規制強化及び公開価格決定における一部入札制度の導入等の改善策がとりまとめられ、本年4月より実施されたところであります。

この新制度施行後、7月末までの間に15社の株式公開が行われましたが、従来問題となっていた公開価格に対する初値の乖離は、この制度実施前の事例に比べると大幅に縮小してきており、制度見直しの効果が発揮されているものと評価できます。今後とも引き続き、この制度の運営を注視していきたいと考えています。

(3) 株式の買占めへの対応

最近のわが国証券市場においては、公開株式等を市場で大量に買い集める事例が増加しております。こうした株式買集めは、それ自体が証券取引法上の問題になるわけではありませんが、これらに伴う株価の乱高下が、このような市場情報を有しない一般投資家に不測の損害を与えかねないという問題があります。こうした実情にかんがみ、証券取引審議会不公正取引特別部会にその対策の検討をお願いしてきましたが、市場の公正性・透明性を高め、投資家保護を一層徹底するという見地から、米国等外国における制度も参考としつつ、買集めなどによる株式等の大量の取得、保有、放出に関する情報が適時適切に投資家に伝わるような開示制度、いわゆる5%情報開示ルールをわが国においても導入すべきであるとの報告書がこの5月にとりまとめられました。今後は、この報告書を受け、これから法案のとりまとめを行っていくこととしております。その際、開示内容等を具体的にどう定めるのか、実質的な買占め者が他人名義を用いたり、名義を分散するケースや、形式上は独立している者が共同行為をとるケースなどをどう把握し、規定していくか、といった問題などを詰めていく必要があります。

こうした種々の問題点については、実情をふまえて詰めた検討を行い、ルールの実効性を図れるようにしたいと考えております。

また、公開買付けに関する規制についても、昭和46年の制度創設以降20年近く見直しが行われなかったこと、わが国企業が諸外国においてもM&Aを行っていること等を考慮すれば、証券市場の一層の国際化を展望し、M&Aに関する諸制度を国際的にも調和のとれたものとしていくことが必要と考えられます。このような観点から、いわゆる5%ルールの法制化にあわせ公開買付制度についても、所要の見直しを行う考えであります。

この買占めに関連して、最近、「忠実屋」「いなげや」と「秀和」との間で第三者割当増資による資本提携に関して係争がありました。

裁判所は、「忠実屋」と「いなげや」との間の業務提携を理由とする第三者割当増資について、それが市場価格を著しく下回る有利発行であること、かかる相互の株式持合いは不公正発行であるという判断を示しました。

また、証券業界においても、公開企業がある時は時価で株式や転換社債を発行し、ある時は時価を下回る価格で第三者割当増資を行うという恣意的なやり方を防止するため、第三者割当

増資についての取締役会決議の直前日の終値又は直前日を最終日として、これより遡る6カ月以内の任意の日を初日とする期間の終値平均の10%を下回るような第三者割当増資が行われた場合、2～3年間は公募増資等を引き受けないという形で自主ルールを改定いたしました。

このことは、市場の公正性・透明性を一層確保するという観点からは時宜をえた措置であったと考えます。

これらに関連して、産業界からは、買占めに対抗する手段を失うのではないかとという危惧があるようです。この5%ルールは、それ自体は市場情報等を開示させることにより一層投資家の利益を図ることが主たる目的であって、買占めやその対抗者のいずれかに肩入れするということではありませんが、結果として買占めが5%程度となった段階で情報が発行会社等にも開示され、早期に対抗措置をとりうるという効果が発生いたします。

さらに、株式の買占め、TOBについて国際的にも調和のとれた制度とすることは、資本市場が国際化している現在、わが国にとって急務であると考えます。

このような観点から、次期通常国会における法制化にむけて鋭意努力したいと考えております。

(4) 不公正取引への今後の対応

以上、不公正取引への対応としては、このところの一連の措置の実施、定着に向けて引き続き努めていく考えですが、これまで対処してきた問題以外の種々の問題、例えば株価形成の問題などを含め、今後とも幅広い角度から検討を行っていかねばならない問題もあるのではないかと考えており、引き続き検討を行う所存であります。

2. 資本市場の整備

(1) 証券先物・オプション市場の整備・拡充

証券先物・オプション取引等については昨年5月の証券取引法の改正以降、東証、大証等において順次市場の整備が図られてきたところであります。

これらの取引は、今のところ極めて順調なスタートを切っており、例えば、株価指数先物取引では、東京・大阪両市場を合計した取引金額は、アメリカのS&P 500先物の取引金額を上回るなど、世界の主要市場の中でも大きなものに成長しつつあります。

今後は、本年10月に東証・名証で株価指数オプション取引が、また、本年12月に東証で米国Tボンド先物取引等が導入されようとしています。これによって先物・オプション取引についての一通りの商品がわが国に揃うことになります。

そこで、これからの課題は、まず順調なスタートを切ったこれらの新しい取引をどのようにわが国に定着させ、その一層の成長を図っていくかにあると考えられます。具体的には、まず今後、先物・オプション市場と現物市場との関係がより密接になっていくと考えられますが、これらの市場をどのように一体的に管理・運営していくかが極めて重要な問題となります。こ

承知の通り、アメリカでは、現物・先物の各市場が分離・独立しており、その一元的な管理ができなかったことが、一昨年のブラックマンデーに対する反省として挙げられています。わが国では、現先一体の考え方にに基づき、同一の取引所で現物・先物等の取引が行われているため、この点アメリカの制度よりもすぐれており、一元的な管理がしやすいということがいえます。しかし、わが国でも例えば本年2月、株価指数先物市場と現物市場との間の裁定取引が、現物市場に与える影響に対応して、いわゆるスペシャル・クォーテーションの導入を決定したところであり、今後もこのように各市場間にまたがって発生する諸問題には的確に対応していくことが必要と考えます。

また、これまではこれらの新しい取引を利用しているのは、証券会社を中心とした専門家集団でありましたが、これから市場利用者の範囲が次第に広がっていくことに伴い、取引に伴うリスクの問題もクローズアップされることが考えられますので、こうしたリスクについて一般投資家に正しい認識を持ってもらうよう、より一層努めることが重要であります。

当局としては、本年9月に株価指数先物取引が開始されて1周年を迎えることを契機に、以上のような点も考慮しつつ、より厚みのある健全な市場として育成する観点から、フォローアップ調査を行い、先物・オプション市場の利用者及び利用方法等の実態を分析したいと考えております。

なお、先物・オプション市場においても、本年6月に海外証券先物取引の取次を解禁したように、これから国際化がますます進むことが予想されますが、当局としては、投資家保護及び市場管理が適切に行われるよう、各国政府間の情報交換等を進めていくこととしています。

また、最近、先物・オプション取引など新金融商品の出現に伴い、国際的にこれらの会計基準の策定についての検討が開始されてきていますが、わが国においても、現在、企業会計審議会においてこの問題をとりあげており、来春を目途にとりまとめを行う方向で検討しております。

(2) 発行市場の活性化

わが国企業の資金調達形態をみると、国内の普通社債発行市場の不振という状況が浮き彫りとなっております。

この背景としては、内外金利差や為替相場の動向という外的要因のほかに、わが国の発行市場の制度・慣行面での制約や起債関係手数料が割高であることなどの内的要因があると指摘されています。

このような現状を改善し、国内発行市場を活性化するため、昭和61年12月に発表された証券取引審議会報告「社債発行市場の在り方について」をふまえて、昨年度においても社債の適債基準の緩和、起債の仕組みの改善、ディスクロージャー制度面での発行開示手続きの簡素化、開示内容の充実等の改善措置を講じてきました。

しかしながら、社債発行市場の活性化をより抜本的に推進していくためには、①社債法を改正して各種の諸規制をより自由なものとする、②格付制度の定着を図り適債基準の緩和ないし廃止を進めること、③社債多様化の促進等を図ることが必要であります。

まず、社債法の改正につきましては、現在、法制審議会商法部会社債法小委員会において社債法関係法規の全面見直し作業が進められています。社債発行限度規制につきましては、御承知のとおり、その見直しはもはや猶予の許されない緊急の課題となっております。また、受託会社のあり方につきましては、受託会社が起債に広く関与していることや、受託業務に関わる手数料が欧米に比べて高く国内での社債発行コストを高めていることが、国内市場の空洞化をもたらす要因となっていることから、受託制度の見直しがわが国発行市場の活性化のための重要課題となっております。この次の通常国会に、社債発行限度の撤廃、受託会社の機能明確化等を盛り込んだ商法改正案を政府として提出できるよう、証券局としても最大限の努力を行っていきたく考えております。また、その際あわせて社債等登録制度の改善も行う予定であります。

また、格付については、その定着を一層促進していく必要があり、まずは複数格付の定着を図りたいと考えております。格付はマーケットメカニズムを基本とする自由で開かれた資本市場構築のための一つの前提であり、格付についての懇談会報告「我が国資本市場における格付の定着に向けて」において指摘された方策について、漸次その具体化を進めるとともに、今後ともフォローアップ会合を開催してその進捗状況を点検する等により、着実に前進が図られるものと考えております。適債基準については、格付の定着状況を見極めながら、数値基準の撤廃等、その見直しを図っていく必要があると考えております。

わ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に沿った社債の多様化が重要と考えております。当面、2・3年債等の発行について、努力して参りたいと考えております。

また、分離型のワラント債については、ワラント（新株引受権）とe-xワラント（社債部分）の分離販売を可能とする等の改善を行い、本年6月に2年ぶりに国内発行が行われました。今後、国内ワラント債市場が活性化することが期待されます。

国内CPにつきましては昨年12月に発行適格企業の拡大やバックアップラインの設置義務付けの弾力化等の見直しを行い、その後も市場規模は順調に拡大しております。昨年の見直しの際、一年後に市場動向等を踏まえ、再度見直しを行うこととしておりますが、国内CP市場の機能をより一層発揮させるために、参加主体の拡大を通じて市場の厚みの増加を図りたいと考えております。具体的には、格付制度の定着等を図るとともに、証券会社等のCP発行についても引き続き検討を行うこととしております。また、CPに係る印紙税の適正化についても取組みを行うこととしています。

(3) 投資信託制度の改善及び新規参入問題

わが国の投資信託は、近年著しい拡大を示し、昭和60年末に20兆円弱であった残高は、63年6月には50兆円を超え、現在は約57兆円に達しています。また、金融・資本市場における自由化・国際化も急速に進展し、投資家の金融資産選択についての多様化も進むなど、投資信託をめぐる環境も変化してきています。

しかし、投資信託については、証券不況後の昭和42年に制度改正が行われた後は、20年余りの間基本的な見直しが行われてきませんでした。こうした状況をふまえ、投資信託研究会において、わが国投資信託の一層の健全な発展を図るため、その包括的、体系的な見直しが行われ、本年5月にはその報告書がとりまとめられたところです。

報告書では、投資家本位の投資信託という観点に立って、より積極的に投資者の投資信託に対する多様なニーズに応え、その主体的な選択を可能にするための環境整備を図っていくことが重要である点を強調しています。報告書の具体的提言に対して、投信会社の独立性強化の問題のように証券投資信託協会の自主ルール制定といった形で早速に対応が行われたものもあります。また、投信運用の安定性の確保、運用成績公開制度の改善といった問題については、証券投資信託協会等関係各方面で検討が開始されており、我々としても報告書の精神が生かされるような形で検討が進められるよう見守っていきたいと考えています。さらに、商品性の改善に関する諸問題についても、関係各方面の協力をえて、着実にこれに取り組んでいきたいと考えております。

加えて、最近における投信残高の急増、わが国金融・資本市場の自由化・国際化を反映し、外資系等国内証券会社以外の者からも投信会社を設立し、投資信託業務に参入したいという要望が出されてきております。

報告書においては、新規参入問題について、次の三点が指摘されました。まず第一は、新規参入による競争促進は投資家の利益を増進するものであり、適格者の参入に対しては、内外を問わず基本的に前向きに考えていくべきであるということです。第二は、参入者については、有価証券投資の知識・経験を有する人材の確保、十分な販売体制に裏付けられた経営の安定性の維持等の観点から個々にその適格性を検討する必要があるということです。第三は、銀行などの金融機関及びその関係会社の参入の是非については、利益相反の可能性、金融機関の健全性の問題、企業への影響力の問題等を指摘し、これらの諸点について幅広い検討を行った上で結論を出すべきであるとしています。

行政当局としては、新規参入にかかる報告書の基本的考え方を尊重していきたいと考えております。参入の具体的方針については、この報告書を踏まえて、現在検討を進めており、本年中には結論を出したいと考えております。

検討はまだ緒についたばかりであり、結論的なことは申し上げられませんが、いずれにせ

よ、一般投資家を対象とするわが国投信市場にしっかりと根を下ろし、長期的な方針の下で、着実に業務を展開しうる十分な能力と客観的体制整備ができていくかといった点が重要な要素となると思われます。

(4) 東証会員権問題

東証会員権については、これまでの2次にわたる拡大により、合計32社、そのうち22社の外国証券会社の新規加入が認められました。

しかしながら、英国をはじめとして内外からの会員権拡大の要望は依然強いことなどから、東証においては、去る7月、会員制度に関する特別委員会を設置し、会員権拡大についての検討を開始しました。

こうした東証における努力については、先般のアルシュ・サミットに際して、宇野前総理から英国サッチャー首相に対して説明がなされたところであります。行政としても、今後東証における検討が円滑に進められることを期待するとともに、関心をもって見守っていきたいと考えています。

Ⅱ 今後のわが国資本市場のあり方について

——証券取引審議会基本問題研究会におけるいわゆる制度問題への取組み——

1. わが国資本市場をめぐる環境の変化と新たな対応の必要性

(1) わが国資本市場の役割

わが国経済は戦後驚異的な発展を遂げ、それとともに資本市場も大きく発達しました。近年、国債の大量発行、膨大な貿易黒字、企業金融の直接金融への流れが資本市場にとっては順風となって、証券市場もかつての限界的な資金調達市場から脱皮し、国民経済的に大きな役割を果たす市場に成長しました。金融の国際化、自由化も進み、内外を通ずる資金交流も飛躍的に活発となりました。

こういう中で、世界最大の資金余剰国となったわが国が、その資本市場を国際的な市場に育成、構築していくことは、すでに申し述べたようにわが国の務めであると言えます。

(2) わが国資本市場の現状と制約

しかしながら、わが国資本市場がそのような役割を担うためには、これまでのわが国資本市場をとりまく諸制度、諸慣行が一つの制約となってきています。

現に主要企業の直接金融における資金調達のうち、4割程度のものが国内市場ではなく、ユーロ市場など、より制約の少ない海外市場で調達されております。しかもその多くは、発行者、最終投資家ともわが国の居住者であるという状況です。

このような状況が続けば、国内市場の空洞化現象が生じることとなります。

(3) 証券形態による資金調達の流れ

さらに、企業金融の流れが、従来の借入金を中心とする形態から、証券形態による資金調達を主体とする流れに向かいつつあることは、世界的な傾向であり、わが国においても例外ではありません。しかも、その内容は、近時の金融技術革新によって、変動金利、為替・金利スワップ、先物、オプション、さらにはこれらの組合せなど複雑化、多様化しています。

また、米国では、資産を裏付けとして証券を発行しこれを流動化する、いわゆる資産金融の証券化の大きな流れが生じてきております。

しかしながら、こうした直接金融への移行は、現実には大企業についてのもので、中堅以下の企業は依然間接金融に依存する割合が高くなっております。中堅企業にとっては、株式について、店頭登録市場の整備等が進められ、直接金融への途は開かれつつありますが、社債等については、適債基準などの制約があって、その発行が困難な状況にあります。また、大企業についても、社債の発行は、発行限度規制等の制約や、発行関係費用のコスト高があって国内では不振であり、制約の少ない海外市場へのシフトを招いています。

(4) 証券化関連商品の市場欠如

また証券形態による資金調達手段についても、株式、社債、投信は、証券取引法上の有価証券とされ、同法上の各種の投資家保護措置が適用されますが、近年海外市場で発行が活発なC P、資産担保証券等の証券化関連商品は、法的規制の対象となっておりません。

証券取引法の枠外にあるこれらの商品は、投資家保護措置を欠くことや、いわゆる業際問題のからみもあって、わが国では事実上発行が抑止されているか、発行される場合も取扱者の限定や金融機関相互間に市場を限定する等の制約を付することによって対処しているのが現状であり、証券化関連商品の市場の育成を妨げています。

例えば、C Pは銀行・証券の相互乗入方式で発行されていますが、発行適格企業、取扱単位の制約等は、市場を限定する結果となっています。また、住宅貸付債権の証券化は、投資家が機関投資家等に限定されており、証券会社による取扱いも現在では認められておりません。他方、不動産物件の小口化・証券化等は、事実上、証券・銀行の関与しない第三マーケットで成長しつつあります。海外からのかかる商品の持込みについても、法律上の投資家保護措置を欠くまま、事実上持ち込まれたり、あるいは、持込みを抑止している状況にあります。

(5) わが国資本市場改善の方向

以上のような状況から見て、わが国資本市場が国民経済の要請に応え、また、国際的な役割を十分果たしうよう、わが国の資本市場を名実ともに国際的な市場として育成・構築していくためには、

イ まず第一に、わが国の資本市場に係る独自の諸制度、諸慣行を見直し、より多種多様な商品開発を促しつつ、適正な競争を通じて市場の効率性・利便性を高める

ロ 第二に、株式、社債、投信以外のいわゆる証券化関連商品についても、ディスクロージャー、不正取引規制等の法的枠組みを整備することによって、投資家保護を図るとともに、この法的枠組みの中で自由な商品設計・開発が行われること等によって資本市場の基盤を広げ、その市場整備を図る

ことが今後の資本市場のあり方を展望したときに、是非とも必要なことではないかと考えます。

2. 証券取引審議会における検討

(1) これまでの検討

このような問題意識をもって、証券取引審議会は、昨年基本問題研究会を設置し、まず「金融の証券化」を巡る諸問題について審議し、本年5月中間報告をとりまとめました。

この中間報告では、証券化関連商品について投資家保護のための基本的な法的枠組みを作っていく必要があること、さらに、現実にその市場を作っていくためには、これにとどまらず、資本市場に現存する諸制度・諸慣行の見直しが必要であると指摘しています。

したがって、わが国資本市場が今後いかにあるべきかという将来展望に立って、わが国資本市場の総合的な整備を図っていくためには、証券行政としても、主体的な立場で、わが国資本市場の現状を点検し、全体の枠組みの中で市場や制度をどのように改善ないし改革していくのかを検討することが必要な時期にきていると思います。

(2) 金融制度調査会の中間報告

他方、本年5月26日、金融制度調査会金融制度第二委員会は「新しい金融制度について」という中間報告をとりまとめました。同委員会においては、金融をめぐる環境の変化に対応して長短分離、信託分離、外為専門銀行など金融分野における専門金融機関制度のあり方の検討が行われる中で、いわば業態・業務分野の問題として、銀行・証券分離制度についても議論が行われました。金融機関の業務の自由化を進める方式として、相互乗入方式からユニバーサル・バンキング方式に至る5方式を叩き台として議論が行われた結果、「業態別子会社方式、特例法方式を軸として今後の審議を進めていくべきである」との中間報告が行われたことは、御承知の通りであります。

しかし、銀行・証券分離制度は、証券取引法の問題であるので、同調査会としても、この問題は「別途、証券取引や資本市場の観点からの検討が是非とも必要であり、今後証券取引審議会の中で十分な審議が行われることを期待したい」とし、この旨、金融制度調査会の近藤会長から証券取引審議会の谷村会長へ依頼が行われました。

本年5月31日の証券取引審議会総会において、谷村会長からこの件についての取扱いを諮った結果、証券取引審議会としては、証券取引の担い手に係る事項はまさに同審議会の所掌とする証券取引の基本に係る問題であり、これを取り扱う場合には、基本問題研究会において行う

ことが適当であるとされ、その具体的な進め方は、谷村会長と研究会の蟻山座長に一任されました。

(3) 証券取引審議会における金融制度調査会の論議の受け止め方

証券取引審議会における今後の論議の方向であります。わが国資本市場が国民経済の要請に十分応えとともに、国際的な市場として十分な役割を果たしうよう市場・制度の整備改善を図っていく必要があることは、すでに申し述べたところであります。

このため、証券取引審議会は、市場の効率性、国際性を高めるとともに、市場の健全かつ安定的な発展を期する観点から、今後のわが国の資本市場がいかにあるべきかについて、諸制度・諸慣行を含めて、幅広くその問題点及び対応策について全般的な検討を行うこととしております。

その際、主要な論点の1つとして、証券業務の担い手のあり方についても検討が及ぶこととなると考えております。

ただ、これらの検討を行うに当たっては、証券取引審議会としては、資本市場のあり方という観点から主体的に審議を行うのであって、金融制度調査会の中間報告を当然の前提として検討を進めるというものではありません。

同調査会の中間報告は、それはそれで一つの貴重な検討結果ではありますが、この問題については、資本市場のあり方という観点から幅広く十分な議論を要するものであり、証券取引審議会の審議がこれに拘束されるというようなものではありません。その意味では、証券取引審議会の議論はこれから始まるものであります。

(4) 業際論ではない市場・制度論

以上に関連して、とかく興味本位になりがちな一部ジャーナリズム等は、この問題を「業際問題」として取り扱おうとする傾向にあります。この「業際問題」という言葉の含意するものは、銀行や証券その他金融業態間の権益争いであるとして受けとられがちです。しかし、銀行といえ、証券会社といえ、基本的には国民経済、世界経済の中にあつて、必要とされる資金の仲介者、媒介者として存在するものであり、市場及びその市場の利用者の立場を離れて存在するものではありません。

今回の金融制度改革をめぐる各界の論調の中で、市場の利用者である産業界などからは、これはしよせん銀行や証券という免許制で保護された業態間の権益争いではないか、その前に一層の規制緩和をすすめて、適正な競争によってより良いサービスを提供すべきではないかとの批判が強く存在します。これは、ある面では本質的な問題提起だと思えます。その意味では、問題を業際論に矮小化することなく、いかにして、より効率的で国際的かつ健全で安定的な市場をつくるのかという市場論、制度論として、そのような視点で議論を進めていくことが必要であると思えます。

(5) 証券取引審議会基本問題研究会における今後の審議

以上申し述べた基本認識に立て、証券取引審議会基本問題研究会は、去る7月25日、今後の審議の進め方を討議し、二つの部会の設置を決定しました。

第一部会（部会長 徳田博美氏）は、これまで同研究会で検討を進めてきた金融の証券化についての中間報告を受けて、これをさらに具体化すべく、証券化関連商品に関する投資家保護のための法制上の枠組み、すなわち、ディスクロージャー、取引の公正確保のための規制、市場取引ルール、取扱業者、関連諸制度などについて検討を行うこととしています。

第二部会（部会長 坂野常和氏）は、証券化関連商品に関する法制上の枠組みとは別に、現在の資本市場のあり方に関し、市場の効率性、国際性を高めるとともに、その健全かつ安定的な発展を期する観点から、その基本的な諸問題の分析、検討を行うこととしております。

両部会は、それぞれ本年9月以降、具体的に審議を開始する予定であります。いつ頃までに検討結果をとりまとめ、結論をうるかについては、今後の各部会の審議運営に係ることであるので、現時点では何とも申し上げられませんが、いずれにせよ、両部会の検討結果をふまえて、その後、基本問題研究会において、今後のわが国資本市場のあり方、そのために必要とされる制度等の改善、改革の方向等について、総合的な審議を行うこととなるものと考えております。

具体的な審議項目とか、その手順、内容等についても、行政当局として予断めいたことを申し上げることは適当ではないので差し控えますが、いずれにせよ市場・制度の問題は事柄の性格からみて、各界各層から幅広く意見を承るとともに、十分な審議を尽くすことが大切であり、その意味では、拙速を避ける一方、市場のあり方をふまえた関係者各位の大乗的かつ建設的な議論が期待されるところであります。

3. 検討に当たっての留意点

証券取引審議会での今後の審議に当たって、行政当局の立場からすれば、次の三点について適切な配慮を行うことが必要であると考えております。

(1) 第一は、いかなる制度、あるいはその運営であっても、その国の伝統、風土に根ざしたところがあり、単に外国の制度を模倣すればよいというものではないということです。

今年1月に、私は米国、西独、英国を回り、現地の金融・証券関係者と意見交換をするとともに、各国市場に関する最近の動きを見る機会を得ました。各国では、市場を巡る環境の変化をふまえて、市場改革・制度改革の動きがみられます。

すなわち、米国では、昨年、グラス・スティーガル法の一部改正案が上院を通過しましたが、成立には至りませんでした。その内容は、いわゆるファイアー・ウォールを設けて、人、資金、情報の流れを規制しつつ、銀行持株会社の下に証券業務を行うための証券子会社を持つことを認めるものです。本年の議会では、これまで貯蓄貸付組合の救済問題が緊急の課題とし

て議論され、グラス・スティーガル法改正問題についての審議の見通しが立たないため、連邦準備制度理事会（通称FRB）が同法の解釈によって、厳格なファイアー・ウォールの設置条件に銀行の一定範囲内での証券業務への参入を認めてきています。FRBが一定の条件の下に銀行の証券業務拡大に前向きである背景には、発展途上国向け貸付債権の償却等銀行の収益基盤が脆弱になってきており、銀行に対して新たな収益源を認める必要があったこと、また、金融の証券化の進展により、例えば住宅ローン債権が流動化された場合、これは米国証券法上の「証券」に該当し、銀行が取り扱えなくなってしまうという問題があるといわれています。

他方、欧州においては、英国では、ビッグ・バンと呼ばれる改革が実施されましたが、取引所の地盤沈下防止等の当初の狙いがどの程度達成されたか、また、証券会社の収益悪化や市場の流動性の低下などの副作用をどう考えるかなど、改革が成功であったかどうかについては、その後の株価暴落などタイミングの問題や金融サービス法の実施もあり、なお評価が分かれております。西ドイツにおいては、日米に比べて資本市場の規模が小さいのですが、これについては、ユニバーサル・バンキング制度と関連があるとの指摘も行われております。

金融・資本市場がグローバル化している中で、わが国市場が、外国の市場や外国の業者に幅広く平等に開放されている必要があり、また、国内市場の空洞化をさけるためにも、わが国独自の不合理な諸制度、諸慣行を是正する等、国際的調和にも十分配慮しなければならないことは当然のことですが、制度の基盤となる風土、伝統その他の諸条件が全く同じものではない以上、わが国の実情に照らして最も望ましいものは何か、という基本的な観点を踏まえることが大切ではないかと考えております。

(2) 第二に、資本市場が健全に維持され、発展していくための制度の最大の根幹となる理念は投資家保護であり、いつ、いかなる場合においても、これを基礎として市場、制度の枠組みを作っていく必要があるということです。

すなわち、証券形態による資金の調達・運用にあつては、そのリスクの最終負担者は投資家であつて、資金媒介者である証券会社ではありません。したがって、適正な情報開示、不公正な取引の規制等の行為規制によって投資家保護を確保するというのが、証券取引法の基本的な保護法益であります。証券取引法は、このような意味では基本的には市場法、行為規制法であつて、単なる業法ではありません。

投資家保護の理念は、国民の金融資産の蓄積が進み、資本市場が大衆化しているわが国の現状及び今後の方向に照らして考えると極めて重要であります。

例えば、利益相反行為により投資家が被る損失について「それは、モラルの問題であつて、競争の激しい市場では行われるはずがない。もしそういうことが仮に起これば、そのような者は市場から沙汰される」とする考え方が一部にあるようです。

しかし、仮にそのような業者は競争市場で脱落沙汰されることがあるとしても、その間に投

資家に与えた損害が回復されるものではないので、投資家保護のためには、利益相反行為をどのようにして未然に防止するかということが問題の本質であります。

このことは、大衆化しているわが国の市場においては、特に重要なことであり、今後の市場整備、制度のあり方を考えるに当たって、投資家保護のための統一的な法的規制、行政的規制をどのようにして貫徹していくのが重要なポイントとなるでしょう。

(3) 第三は、いかなる制度の改革、市場の改革を行うに当たっても、そのやり方、テンポ、タイミング等については十分な配慮が必要だということです。

たとえ現状がどのようなものであれ、現実には市場があり、市場関係者がいるという状況のもとで、改革のねらい、目的がたとえ正しいものであったとしても、例えば、それが性急に実情を無視して進められるような場合には、むしろ円滑な市場機能が損なわれ、関係者が混乱に陥ることがあるという事実は、往々にして我々が経験しているところであります。改革がもたらすメリットよりも、弊害の方が大きいということでは何にもなりません。

したがって、行政としても、こういった面にも多角的に目配りをしつつ、現実的なアプローチで対応する必要があるのではないかと考えております。

Ⅲ 証券会社の経営の健全性の確保

次に証券市場の担い手である証券会社の経営の問題についてお話ししたいと思います。

証券会社の経営は、収益面ではここ数年の株式市況等の好調を背景として、近年極めて順調に推移しており、元年3月末の全国一般証券会社の純資産額は、約8兆円と5期前の59年9月末と比較すると約4倍に増加しています。このように証券会社の財務体質が格段に強化されてきていることは、市場の好調が基本的な要因であります。また、まことに結構なことと考えております。

金融・資本市場は、近年、自由化、国際化、証券化、機械化等の大きな流れの中で変貌を続けており、取り扱い商品の内容も多種多様なものとなってきております。証券会社の経営については、このような市場の変化に対応して、顧客ニーズにあった新商品の開発やきめ細かな顧客サービスの提供、業務処理の一層の合理化のための機械化の促進、顧客利便の向上のための店舗網の整備等が、現在その課題となっています。証券会社の経営は株式市況等の動向に大きく左右されるものでありますので、証券界にフォローの風が吹いている現在のような恵まれた経営状況のときにこそ、金融・資本市場の変化に対応した、また、株式市況等の変化に対応しうる経営体制や今後の経営戦略を確立していくことが重要と考えております。

(1) 証券会社の自己資本規制

これからの証券会社の経営については、従来にもまして経営全体のリスク管理を適切に行いつつ、市場変化等に柔軟に対応していくことが重要であります。

わが国において、これまで証券会社の財務規制ないしは業務規制については、個別商品ごとに

純財産に対する保有割合の上限を定める等、縦割的なものでしたが、これら規制についても証券会社において市場変化等に対応した経営展開が十分に図られるようなものとしていくことが必要と考えられます。また、近年の証券市場の拡大や先物・オプション取引等の新商品の増加に伴い、証券会社にとって適切なリスク管理の必要は従来以上に高まってきており、国際的にも、87年のブラックマンデーの経験を経て、証券会社の自己資本規制の必要性が改めて認識され、証券監督者の国際的会合であるIOSCOにおいても、規制の国際的調和について議論が行われているところです。

新たな自己資本規制は、このような事情を踏まえて導入することとしたものであり、証券会社の業務に伴う種々のリスクを総体的に把握、管理し、リスクが顕在化した際においても、固定化されていない自己資本により市場の急激な変動等に対応し得るようにすることにより、証券会社の財務の健全性の確保をはかるものです。

新たな規制については、すでに本年3月その内容をお示ししたところですが、来春を目途に証券局長通達を発出し、本格実施する予定であり、それに先立ち、今月末より試験実施を開始することとしております。証券会社におかれては、システムの整備等規制の円滑な施行に向け必要な対応を迅速に行って頂くとともに、この規制の導入を一契機として、個々の業務のリスク管理、会社全体の財務体質の一層の強化に取り組んで頂きたいと考えております。

なお、新規制の導入に当たっては、中小証券からの要望をふまえ、報告等で過度の負担を課することのないよう、一部簡便法を選択できることとしたほか、新規制を充足するために必要な増資については、その資金使途を問わないこととするなどの措置を講じることとしたいと考えております。

また、新規制への移行に伴い、現在行われている財務規制等については、新たな規制と調和するようこれを全面的に見直すことを考えています。この見直しに当たっては、証券会社の業務の自由度を増し、それぞれの社の特徴を活かした業務展開に資するよう十分に留意していきたいと考えています。

(2) 証券会社の営業姿勢

昨年「明電工事件」において証券会社関係者の関与があったことが大きな問題となりましたが、これを契機として、仮名取引の受託について仮名口座の排除徹底のための通達を昨年9月発出しました。証券市場の公正を確保し、証券会社の内部管理体制を充実するという観点からも、証券各社におけるこの通達の趣旨の徹底を強く望むものであります。

また、近年は株式市況等が活況であることから、証券会社の営業も恵まれた時期にあります。が、いわゆる証券事故も依然あとを絶たない状況にあります。また、その若年化、大型化の傾向が指摘されております。この点については、基本的に証券会社各位が、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ていく必要があることはもちろんですが、特に近年の

証券市場の急速な発展に伴い、証券会社の業務も拡大し、採用して年月の少ない若年職員の割合が大きなウェイトを占めている現状にかえりみると、社内の管理体制の整備・点検と、役職員教育の徹底が急務であると考えます。証券界が一丸となって、自発的かつ積極的に取り組んで頂きたいと思います。

これに関連して、先般6月21日付けをもって、証券業協会において「証券事故等の未然防止のための社内組織の整備と機能の充実強化」等を内容とする協会長通達が発出されたほか、いわゆる証券外務員の資質向上を目的とする外務員資格試験制度や研修制度の見直しについて、理事会決定がなされました。証券界が自主的にこのような方向付けを示されたことは、高く評価されるもので、当局としても今後、その具体化に向けて積極的にこれを支援していききたいと考えております。

(3) 中小証券の経営問題

次に、中小証券の経営問題について申し上げます。

今後の中小証券経営のあり方としては、大別して二つの方向が考えられます。すなわち、一つは取扱商品の拡大等による収益構造多様化であり、もう一つは、得意な分野への経営の特化です。

本日、お集まりの中小証券の経営に携わる皆様方におかれては、自社の今後の経営のあり方について、どのような方向を目指していくのか、今後の金融・資本市場の変化も十分に見据えて、具体的な経営目標、経営戦略を策定し、着実に実施に移して頂ければと考えております。どのような方向を目指していくにせよ、中小証券の営業の特質は、何といたっても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ことにあり、この中小証券の持ち味を生かした営業を行っていくことが、今後の中小証券経営においても基本となるものと考えております。

また、今後、金融・資本市場の変化に対応した経営を中小証券において展開していく上でその基礎となるのは、何と申しまして、財務内容の充実と人材の育成・確保であります。

現在のような恵まれた経営状況の時期に財務内容を確実に強化して頂くとともに、人材の育成・確保についても、その好機であるので役職員の教育訓練等について、従来以上に力を注いで頂きたいと考えております。

中小証券の経営については、当局においても経営内容の充実等を側面的に支援するため、これまで証券会社の上場の推進や引受業務免許の年間付与回数の増加、累積投資業務や兼業業務承認基準の緩和等の施策を講じてきたところです。

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業務の事務処理の簡素化についても、要望に沿って近く認めることとしております。

このように、これまで行政として必要な施策を講じてきたところでありますが、一口に、中小証券といっても、国際的な業務展開や多様な商品の取扱いを開始し総合証券化を目指している証券会社もあれば、少数の店舗の株式営業中心の地場証券もあり、資本金、役職員数等その経営

規模もさまざまであり、現在抱える課題、問題点もそれぞれ当然に異なるのではないかと考えられます。

そこで今後は、中小証券の皆様と直接懇談する機会をより多く設けることなどにより、その現状、問題点等について十分に把握し、これらをふまえて、中小証券経営の充実を図るための中小証券の態様に応じた行政としての指導方針等について検討を行うこととしたいと考えております。また、既存の各種通達についても、中小証券経営の充実や証券市場の変化への対応という観点から、幅広く見直しを検討してみたいと思っております。

すでに大阪地区等においては、中小証券経営研究会等が発足して自発的に勉強が行われているようですが、皆様方におかれても、経営上の諸問題や行政に対する要望などについて忌憚のない御意見をお聞かせ頂ければ幸いです。

(4) 外国証券会社

わが国市場における外国証券会社の進出はめざましいものがあります。わが国で証券業の免許を受けた外国証券会社は、5年前の昭和59年末に10社であったのが、現在51社となっているほか、その営業規模も拡大を続けております。しかしながら、その収益状況については、営業開始後間もない外国証券会社が少なくないこともあり、半数以上の社が経常損益の赤字を計上するなど、未だ十分なものはなっておりません。

私どもとしては、各社の経営内容が今後一層改善されることを期待しておりますが、そのためには、特に、次の三点が重要と考えております。第一に、今まで以上に人件費等経費の節減に努め、収入に見合った適正な額にコストをコントロールする必要があります。第二に、各社がそれぞれの特徴を活かし、経営の重点化、効率化を図っていくことが必要です。第三に、経営基盤の安定のためには、管理部門の充実が不可欠であり、社内管理体制の一層の整備に取り組んで頂きたいと考えます。

行政としても、外国証券会社の営業の実態をより正確に把握し、個別に必要な指導を行っていきたくと考えております。

(5) 株式委託手数料問題

証券会社の経営に関連する問題として、最後に株式委託手数料の問題について触れてみたいと思います。

近年、証券会社の収益状況が好調なことや、欧米諸国において手数料が自由化されたこと等を背景とし、株式委託手数料について、現行の固定手数料制を廃止し、自由化すべしといった声や、現行の手数料水準について、さらに見直すべきとの声も聞かれます。

手数料の自由化については、①英米において見られたように、交渉力のない小口投資家にしわ寄せが生じ、手数料の上昇を招くのではないかと、②その結果、個人投資家の市場への参入が減り、市場の機関化現象に一層拍車がかかり、また、このことにより、市場における円滑な価格形

成に影響が生じるのではないかと、③さらに、米国におけるように、証券会社が手数料の減収を補うべく自己売買やM&A業務等に傾注することにより、証券会社や証券市場の健全性の観点から問題とならねないのではないかと、といった問題も指摘されており、その是非については、慎重に考えるべき事柄だと思っております。

しかしながら、株式委託手数料について、固定制をとることによって市場の利用者が割高なコストを負担しているということでは問題があります。特に、国際化している資本市場において、その水準が国際的には割高な場合は、長期的にみて、国内市場の空洞化を招きかねないという問題が生じます。このような観点から、これまでも適宜その見直しが実施されてきたところでありますが、今後とも適正水準を維持するよう、国際水準等に注視しつつ、その見直しについては、機動的、弾力的に取り組んでいただく必要があると考えております。

(おわりに)

以上、証券行政をめぐる各般の問題について、いろいろ申し上げてきましたが、現在わが国の資本市場は過去経験したことのない隆盛をみるにいたっており、国際的にもわが国市場の果たすべき役割はますます増大してきております。証券界の皆様方には、こうした点についてははっきりと自覚を持って対応して頂きますとともに、証券行政に対しましても、今後とも一層の御理解・御協力をお願いしたいと思います。

最後に、皆様方の益々の御発展を祈念して私の講演を終わらせて頂きます。

以上