



証券市場をめぐる諸問題と行政

大蔵省 証券局長 松野 允彦

(はじめに)

ただいまご紹介いただきました証券局長の松野です。

私はこれまで、証券会社の免許制への移行後まもない昭和45年以降、3回証券行政に携わる機会を得ることができました。私が証券局において勤務をいたしました期間は、累計で7年間、昭和40年代、50年代及び60年代のそれぞれにわたっております。この間の我が国の資本市場の発展は、まことに著しいものがあり、往時を振り返ると感慨深いものがあります。

皆様ご承知のように、政府における各種審議会においては、現在、今後の我が国の金融・資本市場の在り方について審議が行われており、その方向性が決められる極めて重要な時期にさしかかっていると考えます。本日は、我が国資本市場をめぐる諸問題についてお話する機会を得ました。そこで、まず、これまでの資本市場の発展について振り返りながら、最近における資本市場の変化、その抱える問題及び今後の改革への取組み等を中心にお話ししたいと思います。

1. 資本市場の変化

まず、昭和40年代、50年代及び60年代の資本市場の変化について振り返ってみたいと思います。

(1) 昭和40年代—免許制への移行と国際化の萌芽

昭和40年代は、30年代後半から進行したいわゆる証券不況に対応して、証券会社の免許制が採用されました。そして、免許制の定着とともに、国際化の萌芽がみられた時期ということが出来ます。

証券会社の免許制を採用するに至った経緯は、私が改めて申すまでもなく、当時証券界に身をおかれた皆様方の心に深く残っていることと思います。免許制への移行の前後で我が国の証券行政が大きく転換したわけであります。すなわち、従来、証券会社については、自由開業を原則とし、事後的対応を中心とする行政を行ってきましたが、免許制への移行により、予防的監督指導中心の行政へと転換が図られたわけです。昭和43年4月には、新しい免許が交付され、証券市場の担い手として277社が再出発しました。

次に、この時期には、昭和45年にアジア開銀の円建外債が発行され、海外証券市場におい

て日本株式の上場が増加するなど、国際化の萌芽も見られました。このような国際化の動きを踏まえ、昭和46年3月には、外国証券業者に関する法律が成立し、外国の証券業者が国内において証券業を営む途を拓きました。

また、昭和30年代に額面発行と併せて行うという形で既に増加しつつあった株式の時価発行は、昭和44年1月の日本楽器の成功を機に、本格的普及段階に入り、その後、我が国資本市場に着実に定着していきました。

(2) 昭和50年代—国債の大量発行と金融の自由化・国際化

昭和50年代は、国債の大量発行と金融の自由化・国際化によって特徴づけられます。昭和48年10月に始まる第1次石油危機以降、我が国経済が高度成長から安定成長へと構造的な変化を遂げる中で、大幅な税収の落ち込みによる歳入欠陥をカバーするため、昭和50年度以降大量の国債が発行されることとなりました。このことは結果として、国債の流通市場を拡大し、長期国債の発行条件も市場の流通利回りを基準として改訂されるようになり、長期金利が市場実勢に反応する弾力的なものになる等、金利の自由化を促したのであります。

また、昭和55年12月には外為法が改正され、資本取引が原則禁止から自由化されることとなり、国境を越えた取引、いわゆるクロス・ボーダー取引の増加など、金融の国際化が促進されました。

さらに、昭和56年6月には、証取法が改正され、銀行による国債等の公共債の窓口販売・ディーリングが認められる等業務の自由化も進みました。

(3) 昭和60年代—本格化する自由化・国際化

昭和59年5月に「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」いわゆる日米円・ドル委員会報告書が発表されて以来、60年代においては、我が国資本市場の自由化・国際化が本格化しましたが、このことは、皆様の記憶にも新しいことと思います。

昭和62年6月に発表された「金融・資本市場の自由化、国際化に関する当面の展望」に基づき、同年7月には国内債への格付制度が導入され、11月には国内CP市場が創設されました。次に、昭和63年5月に証券取引法が改正され、証券先物市場の整備が図られるとともに、内部者取引規制の整備が行われました。

また、昭和61年、63年及び平成2年の3回にわたる東証会員権の開放により、現在我が国に進出している外国の証券会社52社のうち、25社が東証の会員となっております。

他方、昭和62年1月のNTT株の第1次売出し及び翌2月の取引所への上場は、株式保有の大衆化をさらに推し進めました。その結果、個人株主数(延べ人数)は、昭和60年度の約1,600万人から、平成元年度の約2,400万人へと増加しています。

以上のように、免許制移行後の資本市場の様々な変化を振り返るとき、証券界の皆様方と私ども証券行政を担当するものとは、信頼関係の上に立って知恵を出し合いながら、証券市

場をめぐる課題に取り組んできたことをあげないわけにはいきません。いろいろな課題は、ひとり私どものみの力でその解決が図られたわけではなく、証券界の皆様方を始めとする資本市場関係者の多大なご努力によるところが大きいことを強く感じている次第です。

2. 証券行政の課題

このように、近年急速に自由化・国際化してきた我が国資本市場ですが、今日、いろいろな新しい現象がみられ、これらへの対応が迫られています。

(1) 発行市場の空洞化

まず第1に、発行市場のいわゆる空洞化の問題であります。我が国企業の資金調達状況を見ると、資本市場からの調達額の半分以上を海外市場に依存しており、しかも、このようにして海外で発行された証券のかかなりの部分は、我が国に還流し、我が国の投資家によって保有されているという実情にあります。他方、我が国資本市場における非居住者の資金調達状況を見ると、その進展はさほどみられません。これは、我が国発行市場にその機能発揮を阻害する諸制度・諸慣行が存在し、海外市場へ資金調達がシフトしているからだと考えられます。我が国発行市場の空洞化を是正するためには、このような諸制度・諸慣行について見直しを行う必要があります。

(2) 市場の公正性・透明性の要請

第2に、資本市場の規模の拡大、大衆化の進展、さらには国際的な市場としての役割発揮が期待されているという状況の下では、市場の透明性・公正性を確保することがますます重要になってきております。これはまた、個人投資者の市場への信頼感を増し、市場の一層の拡大・発展を確保するためにも必要であります。

(3) 金融の証券化の進展

第3に、金融の証券化への対応の問題があります。いわゆる金融の証券化とは、まず第1に、企業金融の分野で資金調達が銀行借入から証券形態での調達へと大幅に移行している現象をさしております。また、第2には、近年我が国においても、住宅ローン債権信託等の従来にはなかった資産金融型商品が登場していることがあげられます。そのような金融の証券化の中で現れてくるいわゆる証券化関連商品は不特定多数の投資者の存在を指向し、資金調達者と投資者の間、さらには投資者相互間の自由な取引により円滑な資金調達及び資金運用を目指すものです。しかしながら、これらの商品は、証券取引法上の有価証券として列挙されていません。仮に、対応するとすれば政令指定によって追加することが考えられますが、政令指定による追加は、証券取引法上の有価証券の定義が明らかなでないため、追加の可能な範囲が曖昧である等の理由から行われていないのが実情です。また、このような対応は、基本的に後追いにならざるを得ないという問題もあります。

証券化関連商品については、一般的なディスクロージャー制度、取引の公正確保のための

規制等投資者保護のための措置が法的に手当てされていないことから、その発行・流通に当たっては、一般投資者に販売されることを回避するため、商品ごとに最低販売単位の設定、販売先の限定等商品性を制約することにより、投資者保護の措置に代えているのが現状です。また、取扱者をめぐっては、その都度、業際的な対立から取扱者の範囲が異なるなど、これら新商品の市場の健全な発展が阻害されています。他方、新しい金融商品の海外から我が国への持込みの事例も次第に多くなり、この面から証券規制の国際的な調和を図ることも必要になってきています。

このような状況の下で、投資者の選択の幅を広げ、資本市場の一層の発展を図るためには、一般的な投資者保護の枠組みの下で、新商品の開発や海外商品の持込みが自由にできるようにするための包括的な証券取引のための枠組みを定めることが必要となってきております。

(4) 銀行・証券業務の相互関連分野の増加

第4に、金融の国際化・証券化の進展、複合的な金融サービスの登場などに示されるように、銀行業務と証券業務が相互に関連する分野が増加しています。また、海外においても、銀行と証券会社との業務分野の規制に関し様々な動きがみられます。このような状況の下で、銀行・証券業務の在り方について、我が国資本市場の健全かつ安定的な発展を確保する観点に立って、検討を加える必要性が生じてきています。

以上、いくつかの問題を申し述べましたが、これらは、いずれも我が国資本市場が健全かつ安定的に発展していくために適切な対応を検討していかなければならない重要な課題と考えられます。また、いずれの問題をとってみても、市場関係者、すなわち投資者、発行者及び市場仲介者のすべてにとって、解決されることが望まれるものであります。我が国の抱えているこのような諸問題に適切な対応を図り、我が国資本市場の有用性を高めていくことは、投資者にとっては、多様な商品に自由な投資を可能とし、発行者にとっては、低コストによる資金調達を可能とし、また、市場仲介者にとっては、資本市場の拡大を図ることを可能とするものです。我が国資本市場の隆盛は、必ずや国内市場をとりまく関係者それぞれに恩恵を均てんさせることとなるでしょう。したがって、これらの課題は、市場を巡る当事者の1人1人がその解決のための方策につき、真剣に考えていく必要があるものといえましょう。

このような点を念頭におきながら、以下具体的に、「当面の証券行政」、「証券取引に係る基本的な制度の見直し」、及び「証券会社の経営の健全性の確保」の3点についてお話し申し上げたいと思います。

I. 当面の証券行政

我が国資本市場が今後真に国際的な市場として発展していくためには、今申し上げたような課題にどう対応していくべきかが問題となります。まず、最近における状況を踏まえ、資本市場の

整備・改善についての当面の取組みについて御説明いたします。

1. 効率的な資本市場の構築

本来、資本市場の基本的な在り方としては、投資者の自己責任原則の徹底を図り、発行のタイミング、調達形態の選択、発行条件の決定等は発行者と投資者の判断を基本とするマーケットメカニズムに立脚した姿が望まれます。そのためには、我が国証券市場が未発達な時代に発行市場に持ち込まれ、その発展や自由な利用を妨げてきた諸制度・諸慣行について抜本的な見直しを行うことにより、自由で効率的な資本市場を構築していくことが必要です。

このような自由で効率的な我が国資本市場を実現させるために、これまでとられた諸措置及び今後の検討課題につき申し述べたいと思います。

(1) 社債関係法の改正

社債に関しましては、社債発行限度規制の撤廃、受託会社の機能の明確化等の受託制度の見直しに関して、社債関係法の改正を行うことが、我が国社債発行市場活性化のための緊急課題となっております。

社債発行限度規制については、先の国会において、発行限度を純資産基準に一本化するところ等を内容とする「商法等の一部を改正する法律」が成立したところであります。しかし、このような緩和措置は、暫定的なものであり、限度規制の全面的な廃止に向けて、引き続き努力していきたいと考えております。

また、受託制度に関しては、受託手数料の適正化・合理化を含め、法改正をまたなくとも改善可能なものについて、これを行うために努力する必要があると考えております。

なお、社債等登録制度については、登録済証の廃止、記番号管理の廃止、受寄者名義登録制度の導入等により、迅速な移転登録を可能にするよう、法改正を含めた制度の改善を現在検討しております。社債関係法改正の一環として速やかに実現できるよう引き続き努力していきたいと考えております。

(2) 適債基準等

適債基準については、これをできる限り速やかに撤廃すべきであり、具体的には、格付を取得すれば社債発行を可能とし、担保付きとするか否かは発行者の判断にゆだねる仕組みに移行することが望ましいと考えています。当面は、適債基準の内容を数値基準から格付による基準に全面的に移行した上で、その基準を漸次緩和していくこととしたいと考えております。また、無担保社債の財務制限条項については、社債権者保護とのバランスを図りつつ、引き続き改善に向けて努力する必要があります。

(3) 株式等の発行市場に関する問題

株式等の発行市場に関しては、時価発行増資等について、そのリスクの最終的負担者はいうまでもなく投資者でありますから、市場仲介者は、市場の状況を十分踏まえ、発行の可否、

発行の条件やタイミングを判断するなど、発行者・投資者双方の利益に十分配慮するよう努めるべきであると考えます。その意味で市場仲介者は、いわゆる引受機能を十分発揮することが要請されるところであり、引受証券会社間の十分な競争の下で、発行市場においてマーケットメカニズムが円滑に働くことが要請されていると考えます。

2. 証券市場における透明性・公正性の一層の確保

近年、証券市場の大衆化・国際化が急速に進んできております。こうした中で、取引の公正性、市場の透明性を確保することは、市場に対する投資者の信頼を高め、市場の健全な発展を図っていくために必要不可欠な条件と考えられます。

こうした観点から、これまでにも、株式買集めへの対応策、株式公開制度の在り方等について改善策が講じられたところです。以下、このような問題について、これまでとられた措置及び今後の考え方について御説明したいと思います。

(1) 株券等の大量保有の状況に関する開示制度（いわゆる5%ルール）の導入

まず、いわゆる5%ルールについてであります。最近の我が国証券市場においては、株の買集め等に伴う株価の乱高下により、これらに関する十分な市場情報を有しない一般投資者が不測の損害を蒙りかねないという問題が生じております。このため、欧米証券市場で採用されているルールを参考にして、我が国の株式市場の公正性・透明性を高め、投資者保護を一層徹底するため、株券等の大量保有の状況に関する開示制度（いわゆる5%ルール）を導入することとし、証券取引法の改正を行ったところであります。本年12月1日の施行を目途として、これに必要な政省令の策定作業を鋭意進めております。

今後は、同制度の一般投資者への周知徹底を図るとともに、その実施体制を整備することにより、同制度が円滑に実施されるよう努力してまいりたいと考えております。関係の皆様方の御協力をお願いする次第であります。

(2) 株式公開制度の改善

株式公開制度については、株式公開の公正性及び透明性を確保する観点から、平成元年4月より、その改善策を実施いたしました。新制度実施後における公開価格に対する初値の平均乖離状況は縮小傾向にありました。しかしながら、本年に入ってから、この乖離幅が再び拡大してきております。当局としては、このような状況を注視しながら、同制度の運用について、検討を加える必要があるのではないかと考えております。

(3) 外貨建ワラント流通市場の整備

外貨建ワラントについては、その国内流通市場が、店頭での相対取引のため、価格公示が十分行われないなど、投資者保護上問題がありました。このため、昨年2月以降、同市場の透明性及び価格形成の公正性を確保する観点から、業者間取引ルールの整備、流通性の高い銘柄の価格情報の提供等の改善策を逐次講じてまいりました。さらに、今般「外貨建ワラ

ト市場関係者会合」等における検討を経て、業者間取引は原則として日本相互証券㈱を通じて行い、その取引価格等をリアルタイムで投資者に公表することを主な内容とする抜本的な市場整備を行うことになりました。現在、この整備案を本年9月下旬に実施に移すため、市場関係者の方々と鋭意準備を進めているところでありますが、これによって外貨建ワラント流通市場の健全な発展が図られることを期待しているものであります。

(4) 株式の現物市場と先物・オプション市場

株価指数先物取引は、昭和63年9月の導入以来、順調にその利用が拡大しております。しかし一方、最近においては、現物と先物の両市場における取引高のバランスが崩れ、先物市場の影響で現物の株価変動が大きくなっているのではないかと指摘もあります。

現先両市場の機能を適切に発揮させるためには、一つの市場として密接かつ円滑に機能させる必要があります。これに関しては、平成元年4月以降、現物市場と先物市場にまたがる裁定取引の状況を明らかにし、透明性を向上させることとし、また、去る8月23日には、取引所において現先両市場の安定化を図るための措置を講じました。今後ともこれらの市場の状況を十分注視しつつ、必要に応じて適切に対処していくこととしたいと考えます。

(5) 不公正取引への対応

我が国資本市場は、今や、ニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際的な市場となっております。こうした中で、内外の投資者の我が国市場に対する信頼を確保するためには、市場の透明性・公正性を高めることが、ますます重要となってきております。この点に関しましては、いわゆるインサイダー取引規制、5%ルールを導入など、制度面における整備を進めるほか、市場における公正な株価形成が確保されるよう、行政当局及び証券取引所等が株価監視機能を一層強化する必要があると考えます。

当局では、本年6月末より証券局に新たに証券取引審査室を設置し、有価証券取引に関する審査体制の充実・強化を図ることとしました。証券取引審査室の人員は、室長以下17名となっており、日々の市場監視及び個別銘柄の株価審査等を自ら行うほか、証券取引所、証券業協会及び証券会社の売買審査担当部門との連携を強めることにより、不公正取引の未然防止に努めることとしております。なお、これに加え、状況に応じて検査課の機動班を活用するなど、検査の機動的な運営を図り、取引の透明性・公正性の確保に努めていく考えであります。

また、近年、証券取引の国際化の進展に伴い、各国証券監督当局間の国際協力が重要になってきており、特にインサイダー取引については、昨年のアルシュ・サミットにおいても、規制に関する国際協力の必要性が指摘されたところであります。このような動向を踏まえ、証券取引規制に関する米国、英国等の国際協力の例にならない、外国証券監督当局から要請があった場合には、外国証券法令に関する調査を、我が国当局が行えることとするため、本年

6月証券取引法の改正を行ったところであります。

3. ディスクロージャー関連諸制度の改善

ディスクロージャー（情報開示）については、投資判断に必要な情報を正確かつ適時に投資者に提供することにより、投資者の保護を図ることを目的とするものですが、同時に、この制度を通じ発行・流通市場での取引の公正化が促進され、企業の円滑な資金調達にも資するものであります。我が国証券市場の大衆化・国際化が進む中で、こうしたディスクロージャー制度の果たすべき役割は益々重要なものとなってきております。

(1) ディスクロージャーの改善

はじめに、ディスクロージャーの改善についてお話しいたします。

① 公開買付（TOB）制度の見直し

まず、証券市場に関わる広い意味でのディスクロージャー（情報開示）制度の一つとして公開買付（TOB）制度があります。この制度は、昭和46年に導入されたものですが、この間諸外国で制度の改正が行われていること、近年我が国企業が諸外国において活発にM&Aを行っていること等を踏まえ、今回、いわゆる5%ルールの導入に併せて、諸外国の制度と調和を図る観点から、証券取引法の改正を行い、事前届出制の廃止等所要の見直しを行いました。現在当局では、いわゆる5%ルールに併せて施行するため、所要の政省令の整備を進めております。

② 発行者による企業内容開示の整備等

次に、有価証券の発行者による企業内容開示制度については、開示手続、開示内容の両面でこれまでも逐次整備・改善を進めてきたところですが、この一年間にも一段の進展が図られました。

すなわち、(イ)まず、昨年来企業会計審議会において、企業による先物・オプション取引の取引実態、特にリスク状況の的確な把握の観点から、これら取引に係る会計基準の設定について審議が行われてきましたが、去る5月29日に先物・オプション取引及び市場性ある有価証券の時価情報（いわゆる含み損益を含む）の開示について提言が行われました。これについても、今後所要の省令・通達の整備を行い、平成3年3月期決算会社の財務諸表から適用していくことを予定しており、これにより財務情報の有用性が一層高まることを期待しています。

(ロ)また、有価証券報告書等に係る行政審査については、昨年9月より、継続開示書類（有価証券報告書）に重点を置いた形で新しい審査方法を採用しており、効果的な審査作業が行われております。これまでは本省監理の企業のみが新審査方法の対象でありましたが、本年9月からは財務局監理の企業にも同じ方法で審査を行う予定であります。

(2) ディスクロージャー制度の国際的調和の動き

こうした国内のディスクロージャー制度改革の動きと並行して、近年、資本市場の国際化の進展を背景に、資本移動の促進、資金調達効率化等を図る観点から、各国のディスクロージャー制度や会計基準の調和を図ろうとする動きが急速に高まっています。

① 証券監督者国際機構（IOSCO）等における議論

ディスクロージャーについては、証券監督者国際機構（IOSCO）の場で、また、会計基準については、国際会計基準委員会（IASB）を中心に各国の会計基準の統一ないし調和に向けた検討が進められています。

ディスクロージャー制度や会計基準の国際的調和については、各国の法制度の違い等もあり実際にはなかなか難しい問題があります。しかし、こうした調和により、国際資本市場で資金調達・運用を行う企業及び投資者双方ともに大きなメリットが期待できます。当局としても、そのような方向は、基本的に望ましいものと考えており、今後とも国内制度との調整の問題を十分念頭に置きつつ、積極的に協力してまいりたいと考えています。

② 日米構造協議と系列問題に係るディスクロージャー

先の日米構造協議では、系列問題に係るディスクロージャーの改善について、米国から提案がありました。我が国としても、欧米の実情を踏まえ、系列関係当事者間の取引情報の拡大等を最終報告に盛り込んでおります。今後、省令の改正等所要の手続を経て来春よりこれを実施することとしています。

4. その他の事項

その他の資本市場の整備・改善に関する事項のうち、主なものについて申し述べたいと思います。

(1) 投資信託制度の改善

我が国の投資信託は、本年に入って株式市場の低迷等もあり残高が伸び悩み状況にありますが、昭和60年末に20兆円弱であった残高は、これまで著しい拡大ぶりを示し、50兆円台に達するまでになり、現在も引き続き高い水準にあります。

このような状況の中で我が国の投資信託の一層の健全な発展を図るため、投資信託研究会において、その包括的・体系的な見直しが検討され、昨年5月にはその報告書がとりまとめられました。報告書の具体的提言に対しては、いくつかの点について既に実施に移されるなど着実な進展がみられています。例えば、投信会社の独立性強化の問題については、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ました。また、商品の多様化、投信運用の安定性確保、運用成績公開制度の改善といった問題については、本年3月証券投資信託協会が改善案を公表し、これに基づいて、信託期間やクローズド期間を多様化したり、信託財産留保金を導入した商品等の募集が今月より開始されたところであります。

加えて、いわゆる「新規参入問題」、すなわち国内証券会社以外の者から投資信託業務に参入したいとの要望が出されており、これにどう対応するかという問題については、報告書の提言を踏まえ、昨年12月に免許基準の具体的運用方針を公表しました。これに基づき、今年2月までに申請のあった外資系4社につき現在審査が順調に進められており、早ければ今秋にも免許付与が可能ではないかと考えています。なお、こうした投資信託業務への外資系の新規参入は、我が国投資信託に新風を吹き込むことが期待され、受益証券の販売を取り扱う中小証券会社にとっても委託者選択の幅が拡大する等のメリットがあるものと思われます。

このように、投資信託研究会の提言を契機として投資者保護にのっとり我が国投資信託の一層の改善が期待されることであり、関係者において、引き続き投資者の立場に立った投信の運用や、販売姿勢の適正化等について努力が続けられることを期待しております。

(2) 厚生年金基金等の資産運用への投資顧問会社の参入

次に、投資顧問業界の方に目を転じますと、本年4月の厚生年金保険法の改正により、企業年金の運用受託機関として、従来の信託銀行・生命保険会社に加え、新たに投資一任業務の認可を受けた投資顧問業者、いわゆる投資一任会社が認められました。これにより、運用受託機関の間の競争が促進され、運用効率の向上を通じ年金受給者に大いに受益するものと確信しています。

なお、投資顧問会社の参入は未だ緒についたばかりですが、今後行政当局としては、例えば、年金資産等の運用のパフォーマンス評価を行ういわゆる評価機関の在り方について検討するなど、環境整備に努めていきたいと考えています。

(3) 証券保管振替事業の開始準備

証券保管振替事業については、現在、財団法人証券保管振替機構において、平成3年10月からの事業開始を目指して、各種の準備が進められています。手数料の決定、発行会社からの同意の取得、地方事業所の開設等について必要な準備が行われるとともに、コンピュータ・システムのテストや参加者の訓練等、システム本体の稼働準備を進めているところであります。当局としても、同事業が円滑に実施されるよう、積極的に支援していく考えであります。証券各社におかれても事業の開始を間近に控え、特段の取組みをお願いしたいと思います。

(4) 信用取引制度の見直し

信用取引制度については、最近における金利の自由化等に伴って、従来公定歩合に連動して改定されてきた信用・貸借金利を本年10月を目途に市場金利連動に改めるべく、関係者の方々の準備が進められているところであります。

また、信用取引が適度に行われることは、市場の流動性を増し、円滑・公正な価格形成に資するものと考えられますが、最近、信用取引の制度について、関係者において見直しが行

われようとしております。当局としても、具体的な改善措置が提示されれば検討する所存であります。

II. 証券取引に係る基本的な制度の見直し

次に、証券取引に係る基本的な制度の見直しについて申し述べたいと思います。

1. 基本的な制度の見直しの必要性

(1) 基本問題研究会部会報告の問題意識

証券取引審議会基本問題研究会第1部会・第2部会は、去る6月15日に、それぞれ部会報告を行いました。

基本問題研究会が、このような課題に取り組んだ背景は、金融の自由化・国際化・証券化の進展等に伴う最近の諸現象、なかんずく、発行市場の空洞化、証券化関連商品の出現、資本市場のグローバル化、銀行業務と証券業務の相互関連分野の増大といった構造的な諸現象に対応するためであることは言うまでもありません。

各国の資本市場が拡大・変貌を遂げつつある現在、このような諸現象に適切に対応し、改革を進めていかない場合には、我が国資本市場が投資者・発行者のニーズに適切に応えることができず、国民経済の健全な発展に貢献しえないことになると考えられます。また、国際的にみて、我が国資本市場が世界の3大市場の1つとしての地位を占めていることを考えれば、このような我が国資本市場を巡る環境の変化に適切に対応し、証券取引に係る基本的な制度の見直しに取り組んでいくことは我が国の責務であると考えます。

(2) 基本問題研究会部会報告についての留意点

ここで第1部会・第2部会の報告書についていくつか留意すべき点を申し述べさせていただきます。

① まず、第1に、これらの報告書は、最終的な結論に至る過程の中間的な報告書であると位置づけることができます。したがって、証券取引に係る基本的な制度の見直しについては、今後、基本問題研究会等の場で具体的な検討が引き続き進められることになっております。

この中間的な報告書がまとめられる過程におきましても、証券界の皆様方から種々の御意見が出されましたが、当局におきましても、可能な限りそれらの意見が盛り込まれるよう配慮したつもりであります。

② 第2に、証券取引に係る基本的な制度の見直しは、我が国資本市場の在り方全体を対象としたものであるということです。すなわち、証券・銀行の相互参入問題にのみ焦点を当て、あたかもそれが我が国資本市場の改革の課題であるかのような取り上げ方をする向きもありますが、報告書でも示されているように、市場仲介者の在り方の問題は、証券化への対応、

公募・私募証券取引を含めた制度全般の見直しの中の1つと位置づけられるものであります。もちろん、市場仲介者の問題は極めて重要な問題であることは言うまでもありませんが、我が国資本市場の在り方の問題としては、証券化への対応、公募・私募証券取引の問題もそれぞれこれに匹敵する重要な問題であると考えております。

2. 今後の具体的な検討課題

(1) 諸規制・諸慣行の抜本的な見直し

それでは、今後の具体的な検討課題について、述べてみたいと思います。

まず、我が国証券市場における諸規制・諸慣行として部会報告において指摘されている具体的な事項の多くについては、これまでも改善に努めてきたところであります。しかしながら、報告に述べられているように、我が国証券市場を国際的にも通用する市場として発展させていくという観点から、まだ残されている具体的な諸規制・諸慣行については、抜本的な見直しを行っていきたいと考えております。

(2) 金融の証券化への対応

次に、証券取引に係る基本的な制度の見直しについて申し上げたいと思います。

証券取引に係る基本的な制度の見直しの第1は、金融の証券化への対応であります。近年我が国においては、CP、住宅ローン債権信託等の証券化関連商品が増加しておりますが、これらは、投資者保護のための一般的措置がないため、販売対象の限定等の商品性の制約により対応しているのが現状であります。しかしながら、そのような商品に対する投資者のアクセスの可能性を高め、また、ニーズに応じた商品開発を促進していくためには、商品性の制約を解除するとともに、それに伴って生ずる市場形成の可能性に対応できるように、一般的な投資者保護のための法的枠組みを整備することが必要と考えられます。そのためには、

① まず証券取引法の適用対象をある程度包括的な概念を用いた「幅広い有価証券」とすることにより、証券化関連商品を証券取引法の適用対象に含め、それにより証券化関連商品のための一般的な法的枠組みとして証券取引法の仕組みを活用できるようにすることが適当であります。その場合、投資者保護という観点に立つと、「幅広い有価証券」は、基本的に米英におけるように「投資」、「不特定多数投資家による保有の可能性」という属性を考慮することが適当であると考えております。

② また、証券化関連商品についても、証券取引法の仕組みを活用してディスクロージャー制度を適用する必要があります。この場合、現行のディスクロージャー制度は、社債券及び株券等の企業金融型証券を対象とし、企業内容の開示に重点を置いているため、新たに出現している資産金融型証券についてはその実態に即し適切な内容の開示が行われるよう、証券取引法の規定を見直すことが必要であります。

③ さらに、不正行為の禁止や投資勧誘の適正化等のための規制も、原則として証券化関連

商品に適用する必要があります。

(3) 公募・私募証券取引に関する規制の見直し

証券取引に係る基本的な制度の見直しの第2は、公募・私募証券取引に関する規制の見直しであります。

現行証券取引法のディスクロージャー制度の下では、不特定多数の者に対し均一の条件で勧誘を行う場合に開示が必要となるという販売形式に着目した公募概念がとられています。しかしながら、こうしたことに対しては、不特定多数の概念が不明確であるとともに、対象となる投資者が投資についての専門家であるかどうか等の投資者の属性を一切考慮しないのは不合理ではないかとの指摘があります。また、時間をずらし、小刻みに条件を変更して募集等を行う場合は、ディスクロージャーの義務が回避される可能性があるなど、「均一の条件」を公募の不可欠の要件とするのは果たして適当なのか、といった問題点が指摘されております。

一方、私募については、原則として、ディスクロージャーが課されておきませんが、これは十分な知識を有している投資者だけが証券を保有することを理由としていと考えられます。ところで、私募の形で発行された証券が短期間の内に、十分な知識を有しない投資者に転売されることになれば、ディスクロージャー制度の尻抜けとなるので、これは防止しうるような措置が必要になると考えられますが、現行法にはこのような規定はなく、行政指導等により、規制がなされているにすぎません。したがって、このような事態を防止するための法令上の規定を設けることが必要であると考えます。また、私募証券といえども証券取引法上の有価証券でありますから、その発行・流通市場における業務について、証券取引法上の位置づけを明確にする必要があると考えます。

これらの問題点を踏まえ、今後、公募概念の在り方及び私募の法制化について検討を行っていきたくと考えております。

(4) 市場仲介者についての検討

証券取引に係る基本的な制度の見直しの第3は、市場仲介者についての検討であります。

まず、証券市場への参入一般の在り方について検討する必要があります。その際、免許制を基本として考えるわけですが、参入の余地を否定することは適当ではなく、むしろ免許制の下であっても適正な競争を導入する必要があると考えます。この点については皆様方も異論がないと思います。ただ、競争の促進を図る場合においても、免許制を敷いている趣旨を失わしてしまうようなことは適当でなく、適正な業務運営に努めている免許業者が過度の競争により立ち行かなくなるような事態を招くことがあってはならないこともいうまでもありません。このような観点からみると、流通市場については、ここ数年大手証券会社の取引シェアが減少傾向にあることからみても競争が促進される方向にあると考えられます。一方、

発行市場については、一層の競争の促進が図られるよう配慮する必要があると考えられます。

① 銀行業務と証券業務の相互関係についての検討の必要性

次に、銀行と証券会社による相互参入問題について検討してみたいと思います。これに關しては、金融の自由化・国際化・証券化の進展等の金融環境の変化に伴い、次のような諸現象が見られます。

第1は、銀行の貸出債権の譲渡という現象にみられるように、金融機関の業務において市場型取引の比重が増加してきております。

第2は、証券化関連商品について、その経済的機能が株式や社債と同一又はこれに類似したものが出現してきております。

第3は、内外資本市場の一体化の下で、外国為替業務は、資本市場における取引において極めて重要なものとなってきております。

第4は、金融の証券化の手法として、信託の機能を一層活用することが必要となってきております。

このように銀行業務と証券業務が相互に密接に関連する分野が増加している状況下で、内外において銀行・証券の業務分野の規制の在り方に関してさまざまな議論が行われてきています。銀行と証券会社の相互進出が行われることは、競争の促進、国際的な調和という意義が考えられます。しかしながら、一方、こうした相互進出については、銀行の相対取引の手法が市場取引の場としての証券市場の健全性を損なうおそれ等の問題があると考えられます。これらのことを考えますと、銀行による証券業務参入問題を検討するに当たっては、そのメリット・デメリットを総合的に勘案していくことが必要であります。

② 証券取引法第65条の今日的意義

ところで、証券取引法は、第65条で銀行・証券分離制度の枠組みを形作ってきたわけですが、銀行による証券業務への参入によって、従来回避されてきた利益相反、企業支配・市場支配・競争条件の不均衡、銀行の健全性の侵害といった弊害が顕在化し、我が国資本市場の健全な発展を損なうようなことがあってはならないと考えます。こうしたことからすると、証券取引法第65条の基礎になる基本的な考え方は、今日でも重要な意義をもつものであると思われま。

③ 銀行による証券業務への参入問題

銀行による証券業務への参入については、報告書において議論の整理が行われており、今後の検討の方向性が示されていると考えます。

(イ) 弊害防止との関連

まず、銀行による証券業務への参入に伴う弊害防止をいかに図るかという観点からは、いかなる形態による参入が適当か、業務の範囲をどう考えるか、本来の銀行業務との関

係をいかに遮断するかについて、証券子会社との間のファイアー・ウォールの構築を含め具体的に検討を行うことが必要になると考えられます。

(ロ) 市場の安定性への配慮

次に、銀行による証券業務への参入問題を考えるに当たっては、既存の証券会社に与える影響等市場の安定性への配慮という観点からの対応も必要であります。具体的には、まず、参入の分野について、漸進的段階的に対応する必要があると考えます。特に、株式のブローカー業務については、銀行自身による大量の株式保有とブローカー業務の適正な執行との関係、中小証券会社の経営の主軸の業務であるという事情等を十分考慮することが必要であると考えます。

また、参入のテンポについても、一時的かつ過度の参入による市場の混乱を回避するよう十分配慮する必要があります。

④ 証券会社による銀行業務等への参入問題

以上のような銀行による証券業務への参入問題の検討に際しては、証券会社が投資者や発行者のニーズに対応して多様なサービスを提供していくためにも、また、競争条件の公平性という観点からも、証券会社に対する外為業務の付与、証券会社の子会社による銀行・信託業務等への参入についても、同時並行的に検討が行われることが必要であると考えます。

3. 今後の取組み

(1) 今後の進め方

以上の諸々の課題についての今後の具体的な取組みについて申し述べたいと存じます。

まず、諸規制・諸慣行の見直しについては、具体的な検討を行い、できる限り早期の実施を図るべきであると考えます。このため、既に行政内部で検討を開始しており、今後、関係各方面とも協議しながら、できるものから着実に見直していきたいと考えております。

また、内外から要請されている国際的地位にふさわしい資本市場の構築という課題に応えるため、金融の証券化に対応した投資者保護のための法制上の枠組みの整備、公募・私募証券取引の在り方などについて、現行証券取引法の体系的・包括の見直しに着手する考えであります。

その際、公募・私募証券取引については、ディスクロージャー制度の在り方として専門的な検討を要する事柄でもあるので、今後、基本問題研究会とも御相談し、例えば、この検討のための場を別途設けることも考えていきたいと思っております。

このような見直しと関連して、銀行による証券業務への参入問題については、どのような方策をとれば証券市場の健全な発展に資することができるか、どのような方策をとれば参入に伴う弊害の発生を有効に防止することが可能か、どのような方策をとれば参入に伴う市場

の混乱を回避するか等につき、基本問題研究会等において検討を進めていただきたいと考えております。

(2) 制度見直しについての基本的な考え方

ここで、証券取引に係る制度の見直しをするに当たっての基本的な考え方について申し上げます。

金融の証券化、公募・私募証券取引、市場仲介者といった証券取引に係わる基本的な制度の見直しを進めるに当たっては、証券取引法の基本理念である投資者保護の原則に常に立ち返って考える必要があると考えます。すなわち、具体的な問題の解決に当たっては、業界間の利害の調整といった「業際」的な解決ではなく、長期的視野に立ち、投資者保護のためにどのような制度が基本的に適切かという観点からの制度作りを進めるべきであると考えます。

また、我が国資本市場が世界の3大市場の1つと位置付けられていること、資本市場のグローバル化が進んでいることなどを考えると、今回の基本的な制度の見直しに当たっては、我が国資本市場を国際的にも通用する市場として発展させていくという視点を持つことが、国民経済的にも、世界経済の発展のためにも重要であると考えます。その観点からも、先に述べたような具体的な問題の解決に当たっては、国際的にも分かり易く、透明性のある解決を図っていく必要があると考えます。

以上の点に加え、今回の証券取引に係る基本的な制度の見直しは、市場の利用者である国民が利益を享受するために行うものであり、決して特定の業界の利益のために行うものではないことに注意しなければならないと考えます。むしろ、今回の見直しにより、金融・資本市場における競争をより促進し、全体としての、金融・資本市場の質の向上、規模の拡大を図っていくことが基本であることを強調したいと思っております。

証券取引に係る基本的な制度の見直しは、我が国金融・資本市場の根幹にかかわるものであり、今後の金融・資本市場の枠組みを作り上げることになることを考えると、十分な検討が必要であると考えます。しかしながら、基本的な制度の見直しについては、①最近における金融環境の急激な変化を考えれば、金融の証券化への対応については、できるだけ早く取り組む必要があること、②金融の証券化、公募・私募証券取引、市場仲介者という問題は、相互に密接に関連しており、一体として検討を進める必要があること等から、できるだけ早期に具体的な改革案を固める必要があると考えます。

Ⅲ. 証券会社の経営の健全性の確保

第3の課題として、証券会社の経営の健全性の確保についてお話ししたいと思います。

1. 今後の経営についての基本的認識

まず、今後の経営についての基本的認識をどう考えるかという点であります。

金融・資本市場の自由化・国際化等の進展の中で顧客のニーズにあった新商品の開発や業務の合理化等の努力により、証券市場の担い手としてふさわしい財務・業務の健全性を高めることが重要な課題であります。

最近数年間は、証券市場は低金利を背景として未曾有の活況を呈し、この間に、証券業界は、世間から羨望を受けるまでの飛躍的な経営規模の拡大を達成しました。例えば、昭和60年9月期と平成2年3月期を比較すると、この4年半の間に資本金は2.6倍、純財産額は3.3倍、また、常勤役員数、店舗数は、いずれも約3割増となっています。一方、これに伴う経費である人件費、機械化関係費用もそれぞれ1.7倍、2.8倍となっています。このような最近までの経営の拡大は、皆様方の努力もさることながら、主として恵まれた経済金融環境の中で、フォローの風を受けた順調な航海であったことが大きく寄与しているといえます。

しかしながら、金利上昇、円安等から、今年に入り、株式市況が低迷するなど証券会社をとりまく経営環境は大きな変化を見せています。具体的にみれば、平成2年4～6月における東証一部の売買株数、売買金額は前年同期比で、ともに3割程度の減となっています。これを反映して、本省監理の22社でみると、平成2年4～6月における受入手数料収入は、前年同期比約3割減となっておりますが、販売費・一般管理費は逆に約4%増となっており、経常損益では、4割弱の大幅減となっています。

いずれにしても、今後の経営環境は、国際政治・経済・金融環境の変化から、従来に比べて相当厳しいと言わざるを得ません。各社におかれましては、今後の証券市場の変化に対応できるように経営体制の見直しに取り組んでいただきたいと考えております。行政としても、いつでも皆様の経営相談に応じるなど、できる限りの支援を行う所存であります。

2. 証券会社の自己資本規制の本格実施

第2に、証券会社の自己資本規制の本格実施について触れたいと思います。

近年の証券市場の急速な拡大や先物・オプション取引等の新商品の増加等に対応し、証券会社の総合的なリスク管理を図るため、新たな自己資本規制を導入し、昨年8月からその試験実施を開始し、本年4月から本格実施に移行したところであります。証券会社は、これまで収益が良好であったこともあり、この自己資本規制を全体的にはかなりゆとりをもって充足していると言えます。未だ実施後間もないこともあり、最近の状況が従前と比較してどのような傾向にあるかについて分析できるまでには至っていませんが、今後は、行政としてもきめ細かく全社の実態を把握し、経営判断の有力な指標として各社の実情に応じ適切な指導を行うなど、この規制を効果的に活用して、証券会社に対する事前予防的監督を十分に行い、経営の健全性の確保を図ってまいれる所存であります。さらに、各社においても、自己資本規制比率などの計数を私どもに報告することで終わりとするのではなく、社内の各部門ごとのリスクの分析を行うなど、内部管理の手段や経営指標として活用して、厳しい環境を乗り切っていただきたいと思

います。そのために参考となる業界の平均的な数字などについては、積極的に提供してまいりたいと考えております。

なお、新たな自己資本規制の実施に伴い、従来の財務・業務規制については、新規制と調和するよう、また、証券会社の事務負担の軽減を図る見地から、全面的に見直しを行ったところであります。今後は、各社の業務の自由度を拡大し、それぞれが特色を持った経営ができるように配慮した証券行政を行いたいと考えております。

3. 証券会社の営業姿勢の適正化

第3に、証券会社の営業姿勢の適正化の問題についてであります。

証券会社の経営の健全性を確保するためには、証券会社の営業姿勢の適正化が重要な課題であり、当局としても従来から指導に努めてきたところでありますが、依然として証券事故があるとを絶たない状況にあることは、誠に遺憾であります。特に、近年、証券市場の規模が拡大し、国際化が進展するとともに、市場の透明性や取引の公正性が強く求められ、担い手である証券会社の社会的な責任も大きくなってきていることから、証券会社の営業姿勢の適正化は急務の課題であります。また、前に述べましたような今後予想される厳しい経営環境の下では、不適正な営業姿勢に起因する証券事故等による損失が、証券会社経営の根底をゆるがすおそれすらあることに十分留意する必要があります。

昨年12月末には、いわゆる損失補填問題が明らかになったため、一層の適正化を図るため、事後的な損失補填やいわゆる親引けの禁止等を内容とする通達を発出したところであります。今後も、営業特金の浄化を含め営業姿勢の適正化には一層注力していただきたいと思います。

市場仲介者としての証券会社には、市場の透明性・公正性の一層の向上の要請を十分認識し、市場の健全な発展を図るという強い決意の下に、いやしくも「古い体質」を云々されることのないよう自らの取引についてはもちろん、投資者からの注文の受託に当たっても細心の注意を払い、プロとしてのモラルを発揮することが要求されていると考えます。

行政としても、役職員教育・内部管理体制の充実・強化につき強く指導していくこととしておりますが、なによりも証券界において自主的に改善に努めることが肝要であります。

また、証券会社の営業姿勢に関連する国際的な動きとしては、昨年以来、IOSCOでは、自己資本規制に引き続き、国際的な証券業務の行為規範について各国間で議論してきましたが、本年6月同専門委員会において合意に至りました。これまでの議論で感じたことは、世界の3大証券市場の1つとして我が国証券市場は国際的にも注目されており、証券会社の営業姿勢について高い関心が寄せられているということでもあります。我が国としては、国際的な規制の調和の観点から、この面での水準の向上を目指すなど、積極的な貢献をしてまいれる所存であります。

4. 中小証券会社の経営問題

第4に、中小証券会社の経営問題について申し述べたいと存じます。

これからの中小証券会社の経営の在り方としては、大別して2つの方向が考えられます。

1つは、取扱い商品の拡大等による収益構造の多様化であり、もう1つは、得意な分野への特化であります。どのような方向を目指していくかは、基本的には経営に携わる経営者が判断する問題ではありますが、今後の金融・資本市場の変化を十分に見据えつつ、具体的な経営目標・経営戦略の策定を行うなど、常に将来への展望を念頭に置きつつ経営を展開していくことが重要であると考えます。

中小証券会社の経営については、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、これまで中小証券会社専用の投資信託の承認、兼業業務承認基準の緩和、最低資本金の引上げ、上場の推進等を行ってきたところでありますが、さらに、今般、店舗設置や増資等について弾力的に取り扱うこととしたところであります。また、従来の通達や事務連絡を全面的に見直し、報告の簡素化を図ったところであります。

このように、これまでも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、中小証券会社の経営者の方々が現下の厳しい状況を十分に認識され、新たな経営展開をされる場合には、行政としても積極的に皆様の相談に応じていく用意があります。特に、今後の状況に鑑み、日本証券業協会を中心に、中小証券会社が抱える経営問題に対する諸施策を検討されていくことを期待するものであります。そのような場において出される具体的な事項については、行政としてもできる限り相談に応じてまいりたいと考えております。

5. 外国証券会社

第5に外国証券会社についてであります。

我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。我が国で証券業の免許を受けた外国証券会社は昭和59年末に10社であったのが、現在52社となっているほか、営業規模も拡大を続けております。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かったこともあり、必ずしも十分ではなかったものが、市場の好況、各社のコスト節減努力等に支えられて、平成2年3月期では51社中38社が経常損益で黒字を計上するまでに至りました。しかしながら、今後は、経営環境の変化を受けて、厳しい状況に直面する会社もあると考えられます。

こうした中で、外国証券会社の経営内容をより安定したものとするためには、これまでも当局が指摘してきた以下の3点につき一層の努力を傾けることが、従来にも増して重要と考えられます。第1に、人件費等の経費節減に努め、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2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あります。第3に、必ずしも社内管理体制が十分とはいえない会社も見

受けられることから、経営基盤の安定のためにも、管理部門の充実が不可欠であります。

行政としても、外国証券会社の抱える問題については、随時相談を受ける用意があります。また、外国証券会社の営業の実態をより正確に把握するよう努めるとともに、より一層の改善努力が必要と思われる会社については、個別に指導を行っていきたいと考えております。

(おわりに)

以上、証券行政全般にわたる問題につき申し上げてまいりましたが、最後に重ねて以下の点を強調したいと思います。

証券不況以降、我が国資本市場は着実な発展の一途をたどり、現在証券業界の地位は国際的にも国内的にも極めて高いものとなっていることは疑いもない事実です。また、本格化する金融の自由化・国際化に対応して、証券業界が国の内外から課せられている使命と責務は、極めて重いものになりつつあるということが出来ます。このような環境の中にあつて、現状の維持に甘んずることなく、期待されている使命と責務を積極的に果たすことによってこそ、我が国資本市場の一層の発展が可能となるのであり、また、それは必ずや証券業界の発展にも結びつくものであるという点を十分にご理解いただき、今後の新しい時代に備えていただきたいと思います。

ご静聴まことにありがとうございました。

以上

(注) 松野允彦証券局長の講演は、本稿をもとに行われましたが、一部本稿と異なる表現をされた箇所があります。

*

*

*