



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)

1. ただいま、御紹介いただきました証券局長の松野です。

昨年この時期に各社の代表者の方々にお話しを申し上げる機会を得ましたが、それからちょうど1年がたちました。

引き続いて、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、よろしくお願いいたします。

2. この1年間を振り返ってみると、我が国の証券市場は、多くの困難な問題に逢着し、現在、それに対する適切な対応が喫緊の課題となっております。

まず、株式市場の売買高の動向をみると、平成元年までは、金融緩和、円高の進行を背景とした景気の拡大の中で株価が上昇し、急速に拡大してまいりましたが、昨年来、金融の引締め基調への転換、中東情勢の不透明感等から、株価が低迷し、売買高も大幅に減少しております。

また、発行市場の方では、このような株式市場の状況を背景に、昨年4月以降、時価発行増資が事実上ストップの状態にあり、転換社債、ワラント債については、昨年7月より発行は再開されたものの、いわゆるエクイティ・ファイナンスは全体として大幅な減少となっております。他方、このような中で、事業債の発行は、電力債等を中心に増加しつつあります。

証券会社の経営状況をみても、昨年来の株式相場の急落等の影響により、本年3月期の収益は、大幅減益となっております。

このように、昨年度は、全般的にみて証券市場にとって非常に厳しい環境にありました。そうした環境の中で、本年6月末、証券会社をめぐる一連の不祥事が明らかになったことから、大きな社会的論議を巻き起こし、証券会社経営並びに証券行政の在り方についての問題点が指摘されております。我々はこれを謙虚に受けとめると同時に、こうした問題の再発を防止し、投資家の信頼を回復するため、全力を挙げてこれに取り組み、証券市場における透明性・公正性の一層の確保に努める必要があると考えております。

3. そこで、本日は、昨年度以来の課題を踏まえつつ、今後の施策の方向をも含めて、次の3つのテーマについてお話ししたいと思います。

第1は、今回の不祥事が起きた原因ないし問題の所在について、分析を行い、証券市場における透明性・公正性を一層確保するための証券会社経営の在り方並びに法制面、行政面の対応について検討する、という問題であります。

第2は、証券取引に係る基本的な制度の見直しの問題であります。この問題については、証券取引審議会における約2年半にわたる審議を経て、先般、報告書が取りまとめられましたが、その内容と今後の法改正に向けた検討課題について申し上げたいと思います。

第3は、これらの他、証券市場の整備・改善という課題につき、昨年来の施策の展開を振り返りつつ、これらをさらに定着、推進させていくための施策をどのように進めていくのかという問題について申し上げます。

I 最近の証券会社の不祥事と証券市場における透明性・公正性の一層の確保

1. 一連の事実の紹介

(1) まず、今回の不祥事に係る事実関係について、これまで判明しているところを整理してみたいと思います。

第1に、証券会社が、顧客に対し、有価証券の売買等によって生じた顧客の損失等の全部又は一部を補填する目的をもって、有価証券の売買等の形をとって、財産上の利益を供与する、いわゆる損失補填を行っていた事実が判明しております。

これについては、証券業界の一部において、いわゆる営業特金が売買一任的に運用され、その結果として事後的な損失補填が行われていることが認められたことから、平成元年末にこうした行為を慎むよう求める証券局長通達を発出し、証券各社に対して、厳しく指導してまいりました。具体的には、①法令上の禁止行為である損失保証による勧誘や特別の利益提供による勧誘は勿論のこと、事後的な損失補填や特別の利益提供も厳にこれを慎むこと、②いわゆる営業特金について、原則として顧客と投資顧問業者との間に投資顧問契約が締結されたものとし、投資顧問契約を締結しない場合には、売買一任や利回り保証は行わない旨の確認書を取り交わすこと、等の指導を行っております。この通達は、損失補填の禁止を求めるとともに、損失補填の温床となりやすい営業特金の適正化を図ったものであります。

この通達に合わせ、本省監理会社(22社)において損失補填について自主点検を行い、昨年3月末までにその結果を報告するよう求めたところ、大手4社、準大手6社から損失補填を行っていた旨の報告があり、これら10社については、その当時厳正な社内処分を実施させたところであります。

また、これらの報告の中には、通達発出後に行われた損失補填も含まれておりますが、この通達発出後に行われた損失補填については、当時の株価急落局面において、営業特金の適正化をめぐる発生した相当数のトラブルに対処して、その解決のため余儀なくされた損失補填で

あるとの説明が各社からなされております。しかしながら、こうした損失補填は、理由の如何を問わず、不適切な行為であることに変わりありません。

更に、今回の一連の調査の過程で、当局に報告されていない損失補填があったことが明らかになっております。この結果、損失補填を行っていた証券会社は、大手4社を含む21社、補填金額（自主点検による報告額と報告漏れ額の合計）は、1,729億円となっております。具体的な補填先名については、大手4社が7月29日に日本証券業協会を通じて公表したのに続き、準大手・中堅13社が7月31日に、さらに中小4社が8月16日に公表しております。

なお、今回の損失補填に関しては、訂正有価証券報告書の提出が、大手4社については7月23日に、準大手・中堅13社については8月1日から2日にかけて、また、中小4社については8月16日に行われております。

- (2) 第二に、大手2社については、暴力団関係者との不明朗な取引の事実も明らかになっております。現在まで判明しているところでは、①東急電鉄株の大量の買付けが行われていたこと、②両社の紹介を受けて、両社の関連会社より暴力団関係者に株券担保融資が行われたこと、並びに、③両社の紹介により、両社の関連会社が、暴力団関係者が経営していると言われているゴルフ場の会員権を大量に購入したことが明らかにされております。
- (3) こうした一連の行為は、免許会社としての規範に著しく反するものであり、一般投資家の証券市場に対する信頼感を大きく損ねたことは、誠に遺憾であり、大蔵省としても極めて深刻に受け止めております。このようなことから、証券各社に対して、厳正な社内処分を要請したほか、大手2社については、社長退任、役員賞与の全額返上、大手4社会長については、証券業協会の会長、証券取引所の理事会議長、税制調査会・経済審議会の委員等の公職辞退も行われております。また、大手4社に対しては、4日間の自主的な営業停止を指示し、4社の全店法人部門において営業停止が行われたほか、暴力団関係者との取引のあった2社の本店営業部も、営業を停止しました。

2. 問題の所在

今回の不祥事が起きた背景には、証券会社サイド、投資家サイド、及び行政サイドそれぞれに問題があると考えられるところから、このような不祥事の再発を防止するために必要な措置等を検討するに先立ち、その問題の所在を明らかにしておく必要があります。

(1) 証券会社の経営理念及び営業姿勢

証券会社及びその役員・使用人が、顧客に対し、その証券について生じた損失の負担を約し、又は特別の利益提供を約して勧誘することは、証券取引法により禁止されております。この禁止規定は、昭和30年代後半に証券会社の経営破綻と証券事故が多発したことを受けて、昭和40年に証券取引法を改正し免許制を導入した際、制定されたものであります。他方、証券会社が

事後的に顧客の証券投資による損失をカバーする、いわゆる損失補填は、大口投資家との取引関係を維持するために行われたものでありますが、これは一般投資家の証券市場に対する信頼を損ねる不適切な行為であり、平成元年末にこうした行為を慎むよう求める証券局長通達を发出したところであります。

損失保証であれ、損失補填であれ、いずれの行為も、営業成績を上げるため、営業員の無理な営業活動の一環として行われるのが通常であり、証券会社の経営理念・営業姿勢として、公正取引のルールに従うことよりも、高い営業成績をあげることを重視する考え方が強いことがその背景にあると考えられます。換言すれば、証券会社経営において免許会社としての認識が欠如し、法令通達等の遵守が不十分であるなど、経営理念及び営業姿勢に最大の原因があると言えます。勿論、最大限の利益を追求して営業活動を行うことは、営利企業としてある意味では当然のことではありますが、証券業は、国民経済的にも社会的にも極めて公共性の高い事業であるとして免許制がとられていることから、そこには自ずから限度があります。今回の不祥事を別にしても、最近の証券会社の営業姿勢をみると、収益の向上を急ぐあまり、投資者の利益を軽視した過当勧誘、過当競争を行い、その結果、投資者の信頼を失う事例がなお見受けられるところです。

このように、法令・通達等の遵法精神や公正な取引の確保という基本的なルールが、営業重視・収益重視の経営姿勢の下でなおざりにされた結果、高収益を追求しようとする営業部門に対して、法令・通達やモラルの面からその行き過ぎにブレーキをかける管理組織が十分な機能を果たしておらず、社内管理体制が不十分になっていたと考えます。従来、チェック組織は各営業部門の中にあり、その発言権は小さかったと聞いております。また、法人部門の営業員と顧客との取引の付き合いが長い期間に及んでいる点も問題であります。

これと関連して、営業に関する成績評価における問題点も挙げられます。従来より申し上げていることですが、証券会社の営業員の成績評価に当たっては、取扱高又は手数料収入高を基準とする傾向があり、このような方針は過当勧誘等望ましくない営業姿勢を助長することになっていると考えられます。営業員の適正な投資勧誘を確保するためには、その成績評価に当たって、営業基盤拡大への貢献度、投資勧誘態度及び事務処理の状況等をも勘案して総合的に行う必要があります。また、そのことは、営業店の成績評価にもそのまま妥当するものであり、短期的収益のみに基礎をおく経営を改め過度な投資勧誘につながらないように十分配慮しなければなりません。

今申し上げた諸点は、既に昭和49年末の局長通達を始め、様々な機会を通じて強く要請している点であり、当協会においても所属証券会社に対しその通達の徹底を行っていただいております。にもかかわらず、今回の不祥事に至ったことを踏まえ、従来の経営方針に問題があったことについて真剣に反省し、投資者本位の営業姿勢の徹底の必要性について再認識され、襟を

正して営業姿勢の改善に取り組んでいただくことを強く要請いたします。

(2) 投資家の自己責任原則

次に、今回の損失補填の問題は、我が国の証券投資において投資家サイドにおける自己責任原則の徹底が不十分であるという事情も一つの背景になっております。

いうまでもなく、自己責任原則とは、証券投資の前提として、証券投資は投資家の判断と責任で行うものであるという原則であり、投資家は自己の判断の結果として生じる損害についてはこれを受け入れなければなりません。

しかしながら、今回の不祥事においては、証券投資において損失を被った企業等が、証券会社に対して損失の補填を要求したのではないかとされており。他方、損失補填を受けたとされる企業等の中には損失補填の認識がないと主張するものもあるようです。

しかし、全体としてパフォーマンスが悪化している中で、パフォーマンスが急激に改善したにもかかわらず、顧客が何ら疑問を抱かなかったということは、顧客サイドにおける自己責任原則の認識に不十分なものがあつたといわざるを得ないと考えます。

(3) 法制面、行政面の問題

第3に、法制面、行政面についても、反省の余地があると考えております。

損失保証については、証券取引法で明確に禁止されていますが、損失補填については、平成元年末にこうした行為を慎むよう求める証券局長通達を発出し、証券各社に対して指導を行うとともに、損失補填について自主点検を行い、平成2年3月末までにその結果を報告するよう求める措置をとったところであります。その報告により、損失補填を行っていたことが判明したため、各社に対し厳しい社内処分を実施させました。また、今回の一連の調査の過程で当局に報告されていない損失補填が明らかになったことは事実であり、その対応に厳しさが欠けていたのではないかと指摘については、行政当局として責任を痛感しているところであります。後ほど申し上げますが、現在、①証券会社による事後の損失補填の禁止、②証券会社の顧客が、事前の損失保証、事後の損失補填を受けることの禁止、③取引一任勘定取引の禁止を内容とする証券取引法改正案を臨時国会に提出するべく、作業を行っているところであります。

次に、検査・監視の問題、すなわちルール違反を的確に把握するための検査・監視機能が十分作用していなかったのではないかとということも指摘されております。当局としても、従来から、証券会社の業務運営、財産経理の状況及び法令遵守状況等を総合的に把握するため、証券会社に対する検査を定期的に行っており、損失補填等の事実が把握された場合には、指摘し改善を求めることとしておりますが、今回の問題を踏まえ、現在の検査体制を見直す必要があると考えます。

3. 対応策

一連の証券不祥事の問題の所在を整理すると、以上、申し上げたとおりですが、これを踏まえて、我々としてはこうした不祥事の再発防止と証券市場に対する信頼の回復に向けて全力を挙げて取り組んでいかねばなりません。以下、具体的な対応策について申し上げたいと思います。

(1) 証券会社経営の在り方

今般の証券会社における大口法人顧客等に対する損失補填、暴力団関係者との不明朗な取引等は、免許会社としての規範に著しく反するものであり、これら行為により一般投資家の証券市場に対する信頼感が大きく損なわれたことを厳粛に受けとめ、証券会社各社においては、今後このような問題が二度と起こらないよう、その再発防止に全力を挙げて取り組む必要があります。そのためには、社内管理体制の強化を図り、その実効を確保していく必要がありますが、その具体的改善策については去る7月31日に通達を発出したところです。

その通達におきましては、まず、社内管理体制の強化を求めています。具体的には、社内管理体制の強化を図る観点から、管理組織を各部門から独立させるとともに、管理部門に適正な人員を配置し社内組織の整備を図ること、社内管理の運用に際しては、従来の管理が個人営業部門を中心に行われてきていることから、法人営業部門等に対する管理を早急に強化すること、及び少なくとも年1回社内検査を実施するなど、社内検査の強化を徹底していただきたいと思ひます。

第2に、人事管理の面でも職員を長期間にわたって同一業務に従事させることのないよう、配置換えに十分配慮し、特に法人部門については、同一企業を担当させることは原則として3年までとしていただきたいと思ひます。また、協会において証券管理職資格試験制度が創設、実施された後は、職員の管理職への登用に当たっては、当該試験の合格者を優先的に充てるとともに、全営業役職員を対象に少なくとも年1回営業姿勢の適正化等についての定期的研修を実施し、その際には協会の行為規範マニュアルの活用等により、証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則の周知徹底を図るなど、教育・研修の徹底を図っていただきたい。

第3に、損失補填の手口の一つである市場価格と大きくかけ離れた債券の売買を是正するため、取引所に通さずに顧客同士の売買を仲介する媒介取引や非上場債の取引の際には、市場実勢等を勘案し適正な価格としていただきたい。

最後に、大手2社が暴力団関係者との取引をしていたことに鑑み、顧客の本人確認を一層徹底するとともに、顧客管理を厳正に行い、いやくも免許会社としての規範に反したり、証券市場に対する投資家の信頼を損なうことのないよう、十分に配慮することを求めたいと思ひます。

(2) 法制面、行政面の対応

イ 証券市場の透明性・公正性の確保は、内外の投資家の我が国市場に対する信頼を確保する

ために重要であることから、行政当局としても、多大の関心を払い、これまで各種の措置を講じてまいりました。具体的には、これまで、内部取引規制の整備、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、外貨建ワラント流通市場の整備、証券取引審査室の設置等の措置を講じてきております。

ロ このように、証券市場の透明性・公正性を図るための措置をこれまで講じてまいりましたが、証券取引の公正性を一層確保し、今回のような不祥事の再発を防止するため、これらの措置のほか、取引一任勘定取引及び損失補填の法令による禁止等の措置を講ずることとしております。また、更に進んで、証券行政の在り方そのものを見直す時期に来ているのではないかと思います。内外からの批判に応える意味でも、一層市場を重視する行政への移行を図ることが必要であると考えております。

ハ そこで、こういった観点を踏まえ、以下において、具体的な対応策について申し上げたいと思います。

(イ) 取引一任勘定取引及び損失補填の法令による禁止等

第1に、先程申し上げましたように、取引一任勘定取引や事後的な損失補填の禁止を内容とする証券取引法の改正案を今国会に提出する予定にいたしております。

取引一任勘定取引については、損失補填の温床となりやすいことに鑑み、①売買の別、銘柄、数量及び価格の全てを一任される取引一任勘定取引について、全面的に禁止すること、②これら4要素のうちいくつかを一任される取引一任勘定取引についても、一定の取引類型であって厳正な社内管理体制がとられている場合を除いて、禁止すること、を内容とする通達を7月8日に発出いたしました。これを証券取引法上、明確に規定することを考えています。

また、①証券会社による事後の損失補填の禁止、及び、②証券会社の顧客が、事前の損失保証、事後の損失補填を受けることの禁止をも証券取引法上規定することを考えていますが、投資家の自己責任原則の徹底を図るために、証券会社のみならず、顧客側にも罰則を課することを証券取引法改正案に盛り込みたいと考えています。また、証券取引法における各種規制違反に対する罰則の見直し強化や、行政処分の在り方についても検討していきたいと考えております。

(ロ) 投資顧問業者の独立性確保

第2に、投資顧問業については、今回の損失補填問題に関連して投資顧問付き口座にも補填が行われていたことから、投資顧問業者と親会社の癒着関係が指摘されているところであり、今回の損失補填問題と投資顧問業者との関わりについては、現在詳細な事実関係を確認中ですが、当局としては、問題の背景には投資顧問業者が親会社から十分に独立していなかったことがあると認識しており、投資顧問業者の独立性を一層確保す

るため、種々の方策を検討してまいりたいと考えております。

(ハ) 行政指導の在り方

第3に、証券市場の公正性及び行政の透明性の確保の観点から、証券取引の規制及び証券会社に対する行政指導を見直すこととしております。

現在、こうした観点から通達等の全般的な洗い直しを始めており、①通達等のうち法令化すべきものについては、必要に応じ法令化する、②通達等のうち自主規制団体の規則に委ねるべきものについては、証券取引所、証券業協会の規則等に盛り込む、等により、通達等の簡素・合理化を図るとともに、あわせて、③口頭による行政指導については、原則として廃止する、等の検討を進めてまいりたいと考えております。

(ニ) 検査体制の整備

第4に、証券会社に対する検査については、先般、大手4社に対し、損失負担を約した勧誘行為、本年3月期及び当期の事後的な損失補填の有無、全社一斉点検状況並びに今後の社内管理体制等の対応策について把握する目的で、特別検査に着手したところでありますが、今後、証券会社の営業姿勢の適正化の推進、法令・通達等の遵守の徹底を図るため、証券会社検査の充実・強化等を図ることが必要であると考えております。

なお、検査体制の充実・強化の議論との関連で、米国のSECのような独立の監視機関を設けたらどうかという意見を耳にします。この点に関しては、①免許制と登録制の違い、②金融・資本市場の相互連関の強まりに伴う一体的な行政運営の必要性、③監督部門と検査・監視部門との連携の必要性、等にも十分配慮していく必要があると考えます。

(ホ) 証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則の我が国への適用

第5に、証券監督者国際機構（IOSCO）において、市場及び証券業者等の健全性を確保するため、7つの原則からなる行為規範が採択されましたが、本年2月の証券取引審議会不正取引特別部会報告書では、証券事故が依然として後を絶たない状況にあり、業者の営業姿勢の適正化がますます重要な課題となっていることに鑑み、我が国の規制について、この7つの原則の観点から、体系的な検討を加え、所要の見直しを行うことを提言しております。更に、例えば、誠実・公平原則を証券取引法に規定する等、法令、通達、自主規制ルールを7つの原則の観点から点検し、統一的な行為規範マニュアルを作成するなどの措置を講ずることを提言しております。

これを受けて、行政当面としては、本年3月1日に証券業協会、及び財務（支）局に対して7つの原則の内容について証券会社に周知徹底する旨の通達を発出した他、証券業協会においても、行為規範マニュアルの作成を行ったところですが、今回の問題に鑑み、こうしたマニュアルの一層の周知徹底を図っていくことが必要であると考えます。

(ハ) 自主規制団体の権限強化策

第6に、以上のような行政側の対応とともに証券界への信頼をとりもどすためには、証券業協会等の自主規制団体が主導的立場に立って取り組む必要があると考えております。

協会におかれても、このような問題意識に立って、先般業界改革推進本部を設置し、また、証券界外部の有識者から証券界に対する忌憚のない意見を聞き、業界改革の指針とするため、有識者懇談会を設置されたところですが、こうした協会の努力により業界の改革が急速に進められることを期待しています。

(ト) 行政の在り方

第7に、行政の在り方の問題、すなわち行政が業界の保護・育成に重点を置きすぎ、適正な競争原理が働かなかったのではないかという批判があります。

この問題については、金融制度改革の推進等を通じて証券市場における新規参入を促し、適正な競争原理の導入を図っていくことが必要であると考えます。

また、証券界においても、従来の行政依存体質を改め、自主的に改革に取り組む必要があります。このため、証券業協会、証券取引所の自主規制機関の機能が充実・強化される必要があります。

さらに、投資家の自己責任原則の確立のためにも、証券会社が法令・諸規則を確実に遵守することが必要であると考えます。こうした観点から、行政当局においては、法令・諸規則の遵守状況につき、従来以上に厳正に対処するつもりであります。

(フ) 手数料制の在り方

最後に、今回の問題の背景の一つとして、我が国の株式委託手数料が固定制であることを指摘する声があります。

具体的には、株式委託手数料が固定制となっているため、今回の損失補填が有価証券取引の形をとった不透明な形で行われ、問題を生じたとして、株式委託手数料制度の見直しが必要であるとの指摘が各方面から強く出されています。

また、証券取引の国際化が進む中で、米英等既に株式委託手数料を自由交渉制とした諸外国からも、株式委託手数料の自由化を求める声が出されています。

我が国の株式委託手数料については、昭和60年以降4回にわたり順次引き下げてきており、直近では昨年6月に、証券取引所において、国際水準等を勘案して引き下げを行ったところであり、海外と比較しても遜色ない水準にあると考えています。

他方、株式委託手数料を自由交渉制にした諸外国においては、機関投資家の手数料は低下したものの、交渉力のない小口投資家の手数料は総じて上昇し、その結果、個人投資家の市場への参入が減少し、市場の機関化現象を促進させるなどの現象が生じたと言われていいます。

以上の点を踏まえ、株式委託手数料については、引き続きその水準について、機動的、弾力的に見直しが行われる必要があることは言うまでもありませんが、手数料制度の在り方についても、検討を迫られる状況にあると考えます。

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の問題について、本年6月に証券取引審議会においてとりまとめられた報告書を中心に申し上げます。

1. 証券取引に係る基本的な制度の見直しの背景

まず、制度見直しの背景にある基本的な考え方について申し上げます。

我が国証券市場は、戦争直後に作られた制度的枠組みの下で、ニューヨーク及びロンドン市場と並ぶ国際的な市場へと発展して参りました。しかし、我が国証券市場を取り巻く環境は戦後の40年間に著しく変化してきており、市場の国際化、金融の証券化、コンピュータ利用の高度化、金利の自由化、機関投資家の発達等の最近の変化に対応するため、証券取引に係る現在の枠組みを全般的に見直す必要があります。また、我が国証券市場が高い貯蓄率を基礎とする豊富な資金を国内のみならず世界中に円滑に供給する役割を期待されていることから、基本的制度を見直す必要性が高まってきております。

特に、ここ3、4年の間に、我が国証券市場を取り巻く環境は、大きな変貌を遂げております。一昨までは、株式市場が極めて好調に推移し、いわゆるバブル現象と呼ばれる株価、地価等の高騰が見られました。そのバブル現象が昨年初め頃から鎮静化し、逆に、株式市況の低迷が概ね今日まで続いております。このような環境の変化に対する金融機関の対応振りには以下のような特徴が見られます。株式市場の好調時には、積極的に増資を行って自己資本を増加させただけでなく、株式の含み益も増加したため、B I Sの自己資本比率規制の導入という制約要因が加えられたにもかかわらず、信用供与の拡大を図ることができました。ところが、昨年来の株式市場の低迷により、このような状況が変化し、金融機関の資金供給機能が抑えられる恐れが生じて参りました。そのため、企業は証券形態での資金調達を一層利用しようとしており、また、金融機関においても、貸付債権の証券化を図ろうとする動きが進展しております。

こうしたことから、証券市場の果たす役割は今後ますます大きくなっていくものと予想され、証券市場を通じた金融仲介機能の効率化が求められてきていると申し上げることができます。

さらに、金融仲介機能を巡る以上のような状況に加えて、世界的な規模での資金不足の問題があります。従来の累積債務国やアメリカなどに加えて、ソ連、中東、中東でも資金ニーズが強まってくると考えられます。その場合、経常黒字を持つ我が国は、このような資金ニーズに的確に対応することが国際的にも要請されており、そのための一方策として、証券市場を通ずる資金の

流れを拡大していくことが必要であります。

また、国内的に見ても、社会資本充実に對する国民のニーズには根強いものがあり、その際に、民間資金、特に証券市場を通ずる資金の活用ということも考えていく必要があります。

今回の証券取引に係る基本的な制度の見直しの根底にある問題意識は、このような変化に対応し、証券市場がその金融仲介機能を十分發揮できるようにするにはどうしたらよいか、という点にあると申し上げることができます。

2. 証券取引審議会における審議経緯

以上のような問題意識に基づいて、大蔵大臣の諮問機関である証券取引審議会は、我が国証券市場を一層開放的かつ競争的な市場とし、我が国の国際的地位にふさわしい市場として内外の利用者にとって利用しやすく構築するため、昭和63年9月に基本問題研究会を設置し、証券取引制度等の諸問題について検討を行ってまいりました。

基本問題研究会においては、これまでに、平成元年5月の金融の証券化を巡る諸問題についての中間報告書、昨年6月の証券化関連商品に関する投資者保護のための法制上の枠組み等についての第1部会報告書、今後の我が国証券市場の在り方全般についての第2部会報告書を取りまとめていただきました。

昨年10月からは、基本問題研究会は、両部会の報告を踏まえ、証券市場の健全な発展を確保することにより、国民経済の適切な運営に資するという観点から、①証券化への対応、②公募概念の見直し・私募についての法整備、③市場仲介者についての検討という3つの課題について審議をしていただきました。その結果は、本年5月、報告書「証券取引に係る基本的制度の在り方について」としてとりまとめられ、6月に証券取引審議会から大蔵大臣に提出されました。

以下、証券取引審議会報告書の基本的な考え方を中心に申し述べたいと思います。

3. 証券取引審議会報告書の内容

(1) 有価証券の定義の見直し

まず、有価証券の定義の見直しであります。

イ 証券化への対応

(イ) 証券化への対応の必要性

米国及び英国においては、金融の証券化に伴い開発が進められている種々の証券化関連商品についても、株券や債券と同様の法制に服することとされております。これに対して、我が国の現行の証券取引法は、適用対象が株券、債券等に限定されており、証券化関連商品には、ディスクロージャー制度、取引の公正確保といった証券取引法の定める投資者保護の枠組みが適用されません。例えば、CP、CDについては、現行の証券取引法上の有

価証券とはされておらず、そのため、取引単位等の面で一般投資家が容易に参加できないように行政指導で規制しているのが現状であります。

しかしながら、今後ますます証券化関連商品の開発が進み、その市場が拡大していくことが予想されることを考えますと、これまでのような行政指導を外し、自由な商品開発ができるようにするための制度的な基盤を整備することが適当であり、そのためには、証券取引法の有価証券概念を見直し、証券化関連商品が有価証券概念に含まれるようにすることにより、証券化関連商品についても、ディスクロージャー、取引の公正確保といった証券取引法の投資者保護の枠組みが適用されるようにする必要があります。

この問題につきましては、証券化関連商品を証券取引法の適用対象とすることから、これを規制強化と受け取る向きもあるようです。しかし、むしろそうした制度の整備を行っていかないと、現在のような行政指導による規制を続けざるを得ないという認識の下に、有価証券の定義の見直しの問題に取り組んできているわけです。言い換えますと、証券化関連商品の市場が整備され、あるいは拡大していくための必要最小限度の手当てを考える必要があるというのが、基本的な問題意識であります。

(ロ) 新たな有価証券概念

以上のような問題意識を踏まえ、新たな有価証券概念としては、①複数のものが資金を拠出し、②その拠出した資金をもとに資金の拠出者以外の第三者が事業の経営又は資産の運用を行い、③当該資金の拠出者はその事業の経営又は資産の運用の果実としての利益の分配を受けるもので、流通の可能性があるものとするのが適当であり、有価証券の定義の仕方としては、現行の証券取引法に列挙されているものに加え、既に存在する証券化関連商品を具体的に列挙するとともに、今後出現してくることが予想される証券化関連商品を広く含むことができるような包括的な定義規定を設ける必要があると考えております。

そして、このような有価証券の定義の見直しにより、証券化関連商品を証券取引法の対象とすることは、例えば、これまで、投資者保護の枠組みがないことから慎重にならざるをえなかった海外からの持ち込み、証券化関連商品の一般投資家への販売が容易になるなど、証券市場のグローバル化に沿った改正であると考えられます。

ロ 証券化関連商品に係るディスクロージャーの整備

また、以上のような有価証券概念の見直しにより証券取引法の対象となる証券化関連商品については、その実態に即した適切なディスクロージャーを整備する必要があります。

ハ 取引の公正確保

次に、証券化関連商品についての取引の公正確保について申し上げます。

言うまでもなく、証券化関連商品が証券取引法上の有価証券とされるということは、証券取引法における不公正取引に関する規定が適用されるわけですが、特に、資産金融型証券に

については、実質的に資産を証券化し資金を取得するオリジネーターや投資資産の管理運用者自身が証券を販売する場合も増えてくると予想されることを考えますと、そのような直接販売行為について、取引の公正確保の観点から、勧誘行為に関する証券取引法の規定を整備する必要があります。

ニ 仕組み行為等への対応

なお、証券化関連商品の中には、資産の証券化の手法が複雑なもの等があり、これらについて投資者保護を図るためには、証券取引法の諸規定を適用するとともに、その中で、特に、投資信託類似の仕組み商品については、証券投資信託の運用・投資対象の拡大等により、投資者保護を図っていくため、別途の検討を行う必要があります。

(2) 公募概念の見直し・私募についての法整備

第2に、公募概念の見直し・私募についての法整備を行う必要があります。

イ 公募概念の見直し

まず、公募概念の見直しについて申し上げます。

(イ) 公募概念の見直しの必要性

現行の証券取引法においては、不特定且つ多数の者に対し、均一の条件で有価証券の取得等の勧誘を行うことを募集、売出し（即ち、公募）とし、これについて、ディスクロージャー制度をはじめとする投資者保護の枠組みが適用されています。

しかしながら、このような公募概念については、人数基準による単純な割り切りは、情報を真に必要としているのかという観点からの投資者の属性を勘案しておらず、また、小刻みに条件を変更すれば、均一の条件ではなくなり、ディスクロージャーを回避できるという問題があります。

(ロ) 公募概念の見直しの内容

こうしたことから、公募概念を次のように見直すことが適当であります。

即ち、人数基準については、50名以上の者に対する勧誘であるかどうかにより判断することを法令上明確にし、これを一定の期間をとって適用するとともに、一定の機関投資家のみに対して行われる勧誘については、50名以上となっても公募には当たらないこととすることが適当であります。さらに、いわゆる私募としてディスクロージャーの免除を受けて発行される証券については、転売され不特定且つ多数の者に所有されることとなる場合には、ディスクロージャー制度の趣旨が守られていないこととなるため、その転売の規制に関する規定を設ける必要があります。

また、均一の条件については、これを撤廃することとします。

ロ 私募についての法整備

次に、有価証券の発行段階における公募に該当しない勧誘行為である私募について申し

上げます。

(イ) 私募についての法整備の必要性

私募については、証券取引法上の「募集」に該当しない勧誘行為であることから、現在、証券取引法上明確な位置付けがなされておられません。しかし、その一方で、流通業務の取扱いについては、証券の発行が公募で行われたか、私募で行われたかを問わず、証券業務として証券取引法の適用を受けることとされているなど、アンバランスな形になっており、私募についても証券取引法上の証券業務として位置付けることが必要であります。

また、高齢化社会を控え、我が国においては、保険会社等の機関投資家の成長が急速に進んでおり、これらの機関投資家を対象とした資金調達方式である私募の活用が今後予想されます。さらに中堅・中小企業の資金調達形態の多様化も求められてきております。

したがって、証券市場が、公募市場のみならず、私募で発行される証券の受け皿としての機能も発揮できるようにするという意味においても、私募を証券取引法の適用範囲に加えることが必要であります。

このように私募を証券取引法の適用対象とし、私募についての法整備を図ることにより、証券市場を通ずる資金の流れが、すべて証券取引法の投資者保護の枠組みの下で拡大していくことが確保できるということになると考えられます。

(ロ) 公募市場との関係

公募市場の有する価格形成機能や資金配分機能を考えると、証券市場の望ましい姿は、投資者が広く参加できる公募市場が中心となっていることであり、私募についての法整備が、公募市場の機能及びその発展に悪影響を与えるようなことのないようにする必要があります。このようなことを踏まえ、私募により発行される証券については、ディスクロージャーの観点からの転売規制に加えて、公募との関係において、少なくとも発行後一定期間は転売を制限することが必要であると考えております。

このような私募についての法整備により、国内のみならず海外の発行者にとっても、公募、私募を問わず、我が国証券市場が一層利用しやすくなることが期待されます。

(3) 市場仲介者についての検討

第3は、市場仲介者についての検討であります。

まず、証券業の免許制については、証券取引審議会においては、証券業が国民経済的にも、社会的にも公共性の高い事業であることから、今後ともその維持を基本とすべきであることを前提として審議が行われました。この免許制の維持を前提として、証券市場における市場仲介者の問題について申し上げたいと思います。

イ 有価証券の見直し・私募についての法整備に伴う市場仲介者について

(イ) 有価証券の定義の見直しに伴う市場仲介者についての検討

まず、有価証券の定義の見直しに伴い、証券化関連商品の市場仲介者について検討する必要があります。

我が国においても、今後、金融の証券化に伴い、証券会社以外の者が証券化関連商品を開発・販売することが予想されます。しかしながら、現行の証券取引法が、証券会社に対し、証券業以外の業務を営むことを原則として禁止していることから、証券会社以外の者が自ら証券化関連商品を開発・販売する業務を営むことはできない現状にあります。今後、多種多様な証券化関連商品の出現が予想されることを考えると、一定の証券化関連商品については、例外的に、証券業務以外の業務を営む者が自らこれを取り扱うことができるよう、投資者保護の観点を踏まえつつ、兼業制限等を緩和した限定免許制を導入することが適当であります。

さらに、従来銀行がCP、CD等の短期の証券を用いて行ってきた金融取引については、有価証券の定義の見直しにより、CP、CDが証券取引法上の有価証券に該当することとなる場合でも、その取引の性格等を考慮し、証券取引制度全体の整合性に配慮しつつ、銀行が引き続き行うことができるようにすることが適当であります。

(ロ) 私募についての法整備に伴う市場仲介者についての検討

私募についての法整備に伴い、私募の仲介者についても検討する必要があります。

私募の取扱いについては、有価証券の仲介業務であるという性格に鑑み、証券業務としますが、利益相反等の弊害が比較的生じにくいと考えられること、融資の変形の側面を持つ私募債の発行に銀行等が関与してきたことを踏まえ、銀行等が引き続き行うことができるようにすることが適当であります。なお、現在の私募債の発行については、手数料等について問題が指摘されておりますので、私募の現状を見直していく必要があります。

ロ 一般的な新規参入について

(イ) 新規参入の必要性

次に一般的な新規参入については、一定の資格を備える者にのみ参入を認める一方、参入者に対しては、自由な退出を認めないという免許制がとられている趣旨を踏まえるとともに、新規免許の付与は、証券市場を通ずる資金の仲介機能の健全な拡大に資するものでなければならないことを考慮に入れる必要があります。

そこで、我が国の証券市場の現状を発行市場、流通市場のそれぞれについて分析してみますと、次のようなことを言うことができると思います。

まず、発行市場については、有効で適正な競争を促す必要があり、発行手続きの簡素化、引受方式の見直し、既存証券会社の機能の充実等発行市場の改善を進めるとともに、新規

参入の途を開くことが必要であります。一方、流通市場については、有効で適正な競争を促進する方策としての新規参入の必要性は、発行市場に比して小さいと考えられます。以上の点を踏まえ、有効で適正な競争を促進するという観点から、当面発行市場を中心に新規参入を図ることが適当であります。

しかしながら、新規参入について、当面、発行市場を中心に考えていくということは、流通市場への新規参入の可能性を全く否定しているものではありません。今後の各証券の流通市場の状況に鑑み、投資家のニーズに応え、有効で適正な競争を促進するという観点から、新規参入が必要と判断される場合には、参入者に免許を付与していくことが適当であると考えております。行政当局としては、今後とも絶えず市場の状況を注視していきたいと考えております。

(ロ) 新規参入者の適格性

次に、新規参入者の適格性については、その者が証券市場の健全な発展に資するものであれば、幅広く参入の可能性を考慮すべきであります。

しかしながら、新規参入の必要性が認められる場合であっても、証券会社としての経営の独立性、健全性が保持できない者、利益相反等の弊害を有効に防止できない者等による参入は認めるべきではなく、証券業務以外の業務を営む者が、自ら広く証券業務を営むことは適当ではありません。

(イ) 新規参入に伴う問題への対応

さらに、別法人の形態で新規参入が行われる場合であっても、参入に伴い市場機能が歪められることがないよう、①市場仲介者としての経営の独立性、健全性の確保、②利益相反の防止、③市場仲介者間の公正な競争の確保、のために実効性ある措置を講ずる必要があります。

こうした措置は、証券市場の健全な発展のために必要なものであり、その実効性を確保するために法令上の根拠を設ける必要がありますが、その具体的内容については、証券市場をめぐる環境変化等に適切に対応できるようにしておくことが適当であります。

なお、参入の分野・テンポについては、新規参入によって、適正な業務運営に努めている証券会社の経営が立ち行かなくなり市場機能の安定性が損なわれることがないよう留意することが適当であります。

(ニ) 銀行による証券業務への参入について

銀行による証券業務への参入については、銀行が証券業を営むことを禁止している証券取引法第65条の趣旨即ち、利益相反の防止、市場支配・企業に対する影響力の防止等を踏まえると、銀行が自ら広く証券業務を行うことは適当ではありません。

また、銀行の子会社による証券業務への参入につきましても、我が国においては一般的

に銀行が企業に対し影響力を及ぼしうる特別な地位を有していること等に十分配慮した弊害防止措置を設けることが必要であります。なお、この点については、銀行界から、高過ぎる弊害防止措置を設けることは業務多角化のメリットを減殺するとの指摘がなされております。経営者の立場からそのような指摘がなされるのは致し方ない面もありますが、証券市場を健全で安定的、かつ、効率的にしていく使命を負う行政の立場からは、特に証券市場の健全性を確保する観点から、参入に伴う弊害を防止するための実効性ある弊害防止措置を設けることは不可欠であると考えております。

なお、銀行の子会社による株式のブローカー業務への参入については、銀行が大量の株式を保有していること、株式のブローカー業務が中小証券会社の経営の主軸業務であること等を十分考慮し、当分の間は認めないこととすることが適当であると考えております。

ハ 証券会社の業務の充実

証券会社の業務の充実という観点から、証券業務の多様化、国際化に伴って必要となる証券会社による信託業務、銀行業務への参入及び証券会社の外為業務の取扱いについては、金融制度調査会等における検討をも踏まえ、適切に対応していくつもりであります。

4. 今後の検討

(1) 報告内容を受けた具体的検討

以上、証券取引審議会報告書の基本的な考え方を中心に申し上げましたが、行政当局として、この報告書を受けて、今後、どのように証券取引に係る基本的制度を見直していくかについて申し上げます。

まず、証券取引に係る基本的制度の見直しのために必要な証券取引法等の改正については、既に作業に着手しております。

次に、発行市場を中心とした当面の新規参入については、市場の効率性の向上、健全かつ安定的な発展という見地に立ち、有効で適正な競争の促進に資するよう十分配慮していきたいと考えております。特に、銀行による証券業務への参入については、独占禁止法により持株保有制限があるという問題や、銀行法その他の業法、証券取引法第65条等につき、どのような手当てが必要かという問題があり、これらの法制上検討を要する問題について、関係行政当局との検討を鋭意進めていくこととしております。

さらに、社債発行限度額の撤廃、受託制度の改善等、証券市場における諸規制・諸慣行については、その見直し・撤廃を進めることとし、できるものから早期に実施していきたいと考えております。

以上のような検討作業の結果につきましては、証券市場における諸規制・諸慣行のうち、商品の多様化等のように法改正を要しないものについては、証券取引に係る基本的制度の見直し

のための法改正に先立って、できるものから早期に実施を図っていききたいと考えております。また、証券取引に係る基本的制度の見直しのための法改正については、公正取引委員会をはじめとする関係行政当局との検討を含め、鋭意作業を行い、次期通常国会に改正法案を提出できるようにしたいと考えております。

(2) 最近の証券会社の不祥事が制度問題に与える影響

次に、最近の証券会社の不祥事が、証券取引に係る基本的制度の見直しについて、どのような影響を与えているかについて申し上げます。

証券取引に係る基本的制度の見直しは、先に述べましたように、市場の国際化、金融の証券化等、我が国証券市場を巡る環境の変化に対応して、証券市場がその金融仲介機能を十分発揮できるようにするにはどうしたらよいのかという、中長期的な視野に立った問題意識に基づくものであり、今回の証券会社の不祥事によって、見直しの方向が変わるといった性格のものではありません。したがって、証券取引に係る基本的制度の見直しのための法改正は、今回の証券会社の不祥事についての対応策の一環としての法改正とは別に、鋭意検討していく必要があると考えております。

ただ、損失補填等の問題で失った投資家の信頼を回復するためには、証券業界の古い体質を一掃する必要があり、この点からも、証券市場への新規参入を促進することにより証券市場に有効かつ適正な競争を導入する必要性は今回の証券会社の不祥事により更に高まったと言えるのではないかと考えます。

III その他証券行政の当面の課題

第3の課題として、これまで申し上げた問題以外の証券行政に係る問題について、お話したいと思います。

1. 証券会社の経営の健全性の確保

第1は、証券会社の経営の健全性の確保の問題であります。

(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について申し上げます。

最近の株式市場は、平成元年末を境に昨年の年初から株式市況は低迷し、証券会社を取り巻く経営環境は厳しい状況となっております。このため、全国証券会社210社の本年度の受入手数料収入は、前年度よりも相当減少した平成2年度と比べ更に2割減の水準となっており、経常損益では、4割強と大幅に減少した水準となっております。

経営環境は今後とも厳しい状況が続くものと思われませんが、各社におかれましては、内部管理体制の充実・強化を図る一方で、徹底した経費の節減に努めるなど、抜本的な経営体制の見

直しに取り組んでいただきたいと思います。

(2) 証券会社の自己資本規制の実施状況

次に、証券会社の自己資本規制の実施状況について触れたいと思います。

自己資本規制は、証券会社の総合的なリスク管理を図り財務の健全性を保つことを目的に、平成元年8月からの試験実施を経て、昨年4月から本格実施したところであります。その実施状況をみると、従前の蓄積があることから、全体的にはかなりゆとりをもった水準であると言えますが、最近の経営環境の悪化を受け、全体としては、悪化傾向を辿っており、未だ2割強の会社が200%を割っている状況であり、また、恒常的に比率の低い会社もみられるなど、比率改善に向けて、更なるリスク管理の徹底が必要なものと考えられます。

株式市況が低迷し、会社経営が厳しい情勢にあるこのようなときにこそ、各証券会社が自主性をもって、比率に現れた数字を活用・分析し、より一層、財務体質の健全化に努めていただきたい。

(3) 中小証券会社の経営問題

第3に、中小証券の経営問題について申し述べたいと存じます。

中小証券会社の経営は、ここ数年継続した株式市況の好調を反映して、順調に推移していましたが、平成3年3月期は株式市況の低迷等により一転して大幅な減益となったところであります。また、今後の経営環境は引き続き厳しいことが予想されており、証券市場の自由化、国際化が進展する中で、経営体制の強化が迫られております。

中小証券会社の経営者の方々におかれましては、従来の固定観念にとらわれることなく、現下の厳しい状況を十分に認識され、経営の効率化・経営基盤の強化に努力されることを期待しております。例えば、複数社の共同により設立した関係会社に事務処理を委託する等、内部管理部門のバック・オフィス機能の集約・一体化による経営の効率化なども検討していただきたいと思います。また、中小証券会社にありがちな従来の株屋のイメージを一掃し、有価証券に係る証券貯蓄機関へ脱皮するため、業務提携の利用などを考える必要があります。

(4) 外国証券会社

第4に、外国証券会社についてであります。

外国証券会社は現在50社を数え、我が国市場において、既に確固たる地位を占めています。例えば、外国証券会社による株式売買高の全体に占めるシェアは、3年3月期には9.1%になっております。東証会員権も昨年の第3次開放で25社となり、外証全体の半数が既に会員権を得ています。しかし、収益状況については、2年3月期ではほぼ4分の3の会社が経常利益で黒字を計上したにもかかわらず、3年3月期では、再び半数以上が赤字となりました。これは、市場環境の悪化による営業収入の減少もありますが、それにも増して営業費用の適切なコントロールが行われていなかったことによるものと考えます。

これらのことを踏まえ、また、証券市場全体を取りまく現在の厳しい状況に対処し、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、収入に見合ったコストコントロール、各社の特徴を生かした経営の重点化・効率化、そして、社内管理体制の整備、という3つの点に各社が一層努力することが不可欠と考えます。

銀行の証券業務への参入等制度問題の外国証券会社に与える影響ですが、国内の銀行・証券会社に新たに認められることとなる業務については、外国証券会社等にも参入の途を開いていきたいと考えております。

2. 発行市場の改善

第2に、発行市場の現在の在り方について、見直しが必要な点を申し述べます。

(1) 公募市場の整備・機能の活性化

まず、最近の国内社債発行市場（普通社債）の動向をみると、平成2年度の発行額は、公募・私募あわせて2兆9,000億円と前年度比2.7倍の増加となっておりますが、このうち、公募債の増加は、主として、電力債の起債が活発であったことによるものであり、一般事業会社による起債は全く見られていません。他方、私募債は、8,500億円と前年度比2.5倍の増加を示しているとともに、大型私募債の95%は、公募適格企業による発行となっております。更に、海外市場における普通社債の発行が、2兆3,000億円に達しており、内外を通じた社債の総発行額に占める国内発行額の割合は、56%にとどまっています。

このように、最近においては、私募債及び海外市場における発行が活況を呈しているのに対し、国内公募債市場は十分に機能していない状況にあります。その背景としては、金利等の要因もありますが、我が国証券市場が未発達な時代に持ち込まれた諸規制・諸慣行が、これまで改善が進められてきたものの、基本的な部分で引き続き存在することが指摘されているところであります。

当局としては、今後とも、商品の多様化、発行に係る諸手数料の自由化・弾力化等、諸規制・諸慣行の見直し・撤廃に積極的に取り組んで参る所存であります。そのうち、法制面の措置を要する重要な課題として、社債関係法改正があります。

社債関係法改正については、社債発行限度の撤廃及び受託制度の改善を2つの柱として、法制審議会商法部会社債法小委員会において、本年1月から集中審議が行われ、6月に社債関係法改正案の基本的枠組みが中間的に取りまとめられ、公表されたところでありますが、社債関係法改正は、証券取引に係る基本的な制度の見直しと密接不可分な関係にあるところであり、当局としては、その速やかな実現を法務省に働き掛けているところであります。

また、自己責任原則とマーケットメカニズムを基本とする効率的な証券市場を構築していくためには、格付の果たす役割が重要であり、これまでも、「格付についての懇談会」の場等を

通じて、その定着のため、種々の施策が実施されてきておりますが、今後とも一層格付の定着を図ってまいりたいと考えております。

(2) 発行市場の改善

次に、エクイティ・ファイナンスは、昭和62年度頃から急増し、平成元年度には、26兆5,000億円に達するなど、ここ数年相当な規模で行われてきましたが、昨年年初来の株価の低迷を受け、昨年4月以降現在に至るまで、時価発行増資が事実上ストップした状態が続いております。このように、ここ数年エクイティ・ファイナンスが大量に行われた過程において、市場が有効・適正な機能を果たしたかどうか、反省すべき点も多いと考えられます。具体的に申し上げますと、従来の株式引受方式においては、株式の公募価格が時価より一律3.5%ディカウントされていること、販売力の大きい少数の証券会社によってのみ引受がなされ、その際、発行会社との長期的な取引関係を重視する傾向があること等の結果、引受証券会社による発行条件、消化見通しのチェックが十分になされておらず、株式の過剰な発行につながりやすいという問題があります。

したがって、株式の過剰な発行を防止するため、一律3.5%のディスカウントの撤廃を行うとともに、シ団方式を導入することにより、従来よりも多様な証券会社が引受に参加することを通じ、引受証券会社間における発行条件、消化見通しのチェックが十分なされるようにする必要があると考えます。

また、最近、株価の低迷が続いているにもかかわらず、CB、WBの発行が増加しております。エクイティ・ファイナンスのリスクの最終的な負担者は、いうまでもなく投資家であることから、特に、現在のように市場環境が厳しい場合には、引受証券会社は、市場の状況を十分に踏まえ、発行の可否、発行の条件やタイミングについて、投資家の立場に十分配慮して判断するなど、引受機能を一層発揮することが要請されております。

更に、株式投資魅力を高めるという観点から、引受証券会社・発行企業は、株主への利益配分について積極的に対応することが重要であると考えます。東証、証券業協会においても、配当政策の見直しによる株式投資魅力の向上に取り組んでおられるところですが、当局としても、発行会社に対して、配当性向を重視した配当政策を要請しているところであり、今後とも、引き続き各種の機会を通じて、投資者に対する利益配分の向上を図っていくとともに、このような観点に立って、今後、エクイティ・ファイナンスについての利益配分ルールの見直しを行う必要があると考えております。引受証券会社においても、アンダーライターの立場から、投資者に対する利益配分の向上に、一層積極的に取り組んでいただきたいと考えております。

(3) ブローカー・ディーラー業務とアンダーライター業務との遮断

更に、ブローカー・ディーラー業務とアンダーライター業務との遮断の問題があります。

今回の証券会社による損失補填は、大口法人顧客等との取引において、損失が発生したことから、継続的取引関係の維持のため生じたものであり、直接的には、具体的な引受業務との関係で行われたものではないと理解しております。しかし、取引関係の維持を図るに当たり、引受業務を含む幹事証券会社としての総合的な関係維持という観点があったことは否定できないと考えます。引受部門とブローカー・ディーラー部門間の遮断については、今般の通達において、引受業務における発行会社との幹事関係や引受シェアに係る情報についても、当該情報を基にしたブローカー・ディーラー業務が行われることのないよう、管理の徹底を求めたところでありましたが、今後は、両部門の分離切り離しを含め、独立性の一層の確保を図っていくことが必要と考えます。

3. 投資信託業務への新規参入及び投資信託制度の改善

第3に、投資信託業務への新規参入及び投資信託制度の改善の問題について申し上げます。

(1) 投資信託業務への新規参入

投資信託業務への新規参入問題については、平成元年12月に免許基準の運用方針を公表し、それを受けて昨年3社が参入を果たしました。本年も数社が新規に打診をしてきており、現行の免許基準の具体的な運用方針に基づいて現在審査を行っているところであり、今後も適正な競争を確保するため、投資信託業務への新規参入の在り方について更に検討を加えていきたいと考えております。

(2) 投資信託制度の改善

投資信託制度については、先般の証券取引審議会報告書において、仕組み行為等への対応として「証券投資信託の運用・投資対象を拡大し、同時に、信託形態以外の投資形態も証券投資信託法の対象に含めるといった措置を講ずること等により、投資信託類似の仕組み商品について投資者保護を図っていくことが適当と考えられ、関係制度の改正について、別途、検討が行われることが必要であること、また、その際には、諸外国における規制とのバランス等を考慮し、信託約款の在り方等証券投資信託にかかる規制の緩和について検討することが適当である。」ということが盛り込まれました。

今後、有価証券概念の見直しに伴う投資対象の拡大、国際的な見地に立った投資形態の多様化及び委託会社による直接販売、外国投信に対する規制の見直しといった問題等について検討を行っていくこととしております。

4. 株式の現物市場と先物・オプション市場

第4は、株式の現物市場と先物・オプション市場をめぐる問題です。

株式の現物市場が極端な薄商いの中、小口の売り物によって軟調に推移しているのに対しまし

て、株価指数先物・オプション取引は、その導入以来、順調に拡大してきております。このような状況の下で、先物市場と現物市場のバランスが崩れ、心理的に、あるいは裁定取引等を通じて、先物市場が現物市場に大きな影響を与えているのではないかと指摘があります。

そこで、現物市場と先物市場のバランスを回復させるため、証拠金率の引き上げや売買管理の強化等を実施するとともに、市場の透明性を向上させる観点から、裁定取引の状況に関するディスクロージャーについて、その整備を進めてきております。

また、最近我が国の現物市場を基礎とした派生商品が、数多く海外で取引されるようになってきておりますが、現物・派生両市場を一体的に管理していくために、市場管理面での国際的な協調が不可欠となっております。証券監督者国際機構（IOSCO）の中に、大蔵省が議長となっている作業部会がありますが、その部会においても、現物・派生両市場間の国際的な市場管理面での協調の必要性が合意されております。そのような協調をより具体的なものとするには、各国の市場の状況がそれぞれ異なることから、難しい面もありますが、私どもとしては、今後ともそのような努力を積み重ねてゆきたいと考えております。

いずれにしても、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、今後とも市場の状況を十分注視しながら、必要に応じて適切に対処していくこととしたいと考えております。

（おわりに）

以上、証券行政をめぐる諸問題について、縷々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。

現在、我が国の証券市場は、過去経験したことのない極めて厳しい環境の中にありますが、証券界の皆様方には、今回の不祥事を契機に、投資者の信頼を回復するため、従来の成績本位の経営理念・経営姿勢を見直し、全力を挙げて、証券会社及びその従業員・外務員等のモラルの向上、証券市場における透明性・公正性の一層の確保に努めていただきたいと思います。

最後に、皆様方の益々のご発展を祈念致しまして、私の講演を終わらせていただきます。

（注）都合により、松野証券局長の代わりに金子義昭大臣官房審議官が講演されました。同審議官の講演は、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個所があります。