



証券市場をめぐる諸問題と行政

大蔵省 小川 是
証券局長

I. はじめに

1. 自己紹介

ただいまご紹介をいただきました証券局長の小川です。このように、証券界の各社、各団体の代表者と、年に一度、一堂に会して交流を深められる機会を持つことは、大変意義深いものと考えています。

私自身この6月に証券局長を拝命し、主要陣容も入れかわったばかりのところですが、本日は、証券市場をめぐる諸問題と行政の方向等についてお話し上げたいと思います。

2. 当面の最大の課題

証券界の直面する第一・最大の課題は、証券市場の低迷及び対応と、証券会社経営の在り方であると考えています。

(1) 証券市場の低迷と対策

① 証券市場の現状

我が国経済は現在調整過程にあり、住宅建設に回復の動きがみられるものの、設備投資は製造業を中心にストック調整により伸びが鈍化しており、また、業種によって差異はありますが、企業は総じて厳しい在庫調整を続けています。

こうした中で、我が国株式市場は株価、売買高とも極めて軟調に推移してきており、8月18日には日経平均株価で14,309.41ポイントと、今回の下落局面における最安値をつけたところであります。ちなみに今回の下落局面における株価の下落率は、6割強となっており、歴史的にも国際的にも極めて大きなものとなっております。

また、東証一部の月平均売買高は平成3年3.7億株、本年（1月～7月）2.6億株と大幅に減少しております。これを売買回転率でみると、昭和46年から60年の年間売買回転率が、平均で46%程度であったのに対し、本年（1月～7月）は年率20%程度と極端に減少しており、極めて低い水準となっているわけであります。このような取引量の著しい減衰は、まことに

憂慮すべき状況にあります。

このような長期間にわたる市況の低迷により、投資家サイドにおいて株式投資に消極的な姿勢が見られるようになるとともに、資金調達面においても時価発行増資が2年半にわたり事実上停止するなどの問題が生じております。

改めて申すまでもなく、株式市場は資産運用、資金調達両面で国民経済に重要な役割を果たすことが求められているわけですが、現在の株式市場はその期待されている機能を十分果たしているとは言えない状況にあると考えられます。

② 証券市場の安定化、活性化に向けての諸措置

政府としては、現在の景気状況にかえりみ、また、経済の先行きへの不安定要因となってきた金融・証券問題に鑑み、明日にも、景気対策を中心とする総合的な経済対策のとりまとめを行うべく作業を進めているところであります。私どもとしても、証券市場の活性化等のための諸措置を講ずるべく、目下最終的な詰めを急いでおります。

これに先立ち、大蔵省としては、8月18日に「金融行政の当面の運営方針」を公表したところです。同方針においては、「いわゆるバブル経済の崩壊が金融機関に与えた影響は極めて大きく、その克服には厳しく真剣な取り組み努力が必要であり、かつ、相当の期間を要することは事実である」との認識を明らかにした上で、「金融システムの安定と資金の円滑な供給のために金融機関が総力をあげて取り組むべきことは当然であるが、当局としても、永年にわたって金融システムに寄せられてきた国民の信頼がいささかも損なわれることのないよう最大限の努力を傾注して参る所存である」との決意を明らかにし、当面の金融行政の運営の方向を明らかにしました。

私は、こうした一連の総合的な経済対策の策定とその着実な実施を進めることにより、証券市場の安定化、活性化が図られるものと確信しております。

(2) 証券会社経営の在り方

① 基本的認識

次に、証券会社経営について申し上げます。

上述のような最近の株式市場の低迷の下で、証券会社を取り巻く経営環境は大変厳しい状況となっております。具体的に申し上げますと、例えば、全国証券会社210社ベースでは平成3年度の受入手数料収入は、平成2年度と比べ4割減の水準となっております。この結果、経常損益、当期損益とも大幅減益となり、多くの会社において赤字決算となったところであり、全国ベースにおいても昭和40年9月期以来の損失の計上という事態になったところであります。

証券会社の場合、営業収益の約6割が受入手数料で占められており、また株式等の委託売買手数料だけで営業収益の4割から5割程度を占めているという収益構造と、営業費用の約

5割が人件費、不動産関係費といった固定的経費で占められているという費用構造を有しているため、景気変動・経済変動を大きく上回って市況の好不調の波の影響を受ける体質を有しております。

各社におかれましては、既に人員の削減、店舗の閉鎖等の経費節減に取り組まれているところでありますが、更に、現在の経営環境はかつてなく厳しいという認識に立って、従来の経緯等にとらわれることなく、過去的好況時に増大した既存経費の抜本的な見直しを行われることを期待したいと思います。また、営業面においては、一人でも多くの投資家に市場に参加していただくために、顧客本位の姿勢に立って、積極的な営業の展開を図ることが必要であります。その際には、安易な拡大指向に走ることなく、例えば提供する商品・サービスの多様化や専門化を図る、特定の顧客層や特定の地域に密着した営業活動を行う等、各社の実情に応じて特色ある経営戦略を立て、顧客の信頼を得つつ安定した収益構造の構築を目指していくことが重要であると思います。行政としても、皆様方のそうした方向での努力に関し必要なご相談に当るつもりです。とりわけ、厳しい経営環境の中小証券会社については、これまでに中小証券会社単独投資信託の承認、兼業承認基準の緩和、増資等の弾力的取扱い等の措置を講じてきたところでありますが、今後とも引き続き、その経営実態に応じた側面的な支援策を講じていくことが必要であると考えており、具体的なお要望があれば行政としても適切に対応して参りたいと考えております。

② 証券会社の自己資本規制

証券会社経営との関連で、証券会社の自己資本規制について申し上げます。

現行の自己資本規制は、本格実施から2年以上を経て、制度として定着しつつあり、証券会社の経営の健全性の維持、向上に役立ってきておりますが、これまでの経験を踏まえ、現在の規制の仕組みをより合理的なものとすべく適時適切に見直して参りたいと考えております。

また、今回の法律改正においては、ルールの明確化の観点より行われた通達の見直しの一環として、法令化を行い、財務規制の中核に位置づけ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、いまだ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、総じて悪化傾向を辿っており、2割強の会社が200%を割っている状況であります。現在のような経営環境の下では、このように自己資本比率が低下するのは避けがたいところではありますが、極端に低下しているような会社では、改善に向けての一層の努力を願ってやみません。

II. 株式市場、株式投資の在り方に関する基本的考え方

1. 株式市場の果たす役割、株式投資の意義の再考

昨年来の一連の諸問題を通じ、株式投資ないし株式のイメージが低下し、投資家がこれに触れたがらない空気があることを憂慮しております。「株式」は泣いていることでしょう。したがって、証券市場を取り巻く厳しい環境の中で、今後、証券界の方々や我々行政当局が進むべき方向を考えるに当たっては、改めて証券市場、とりわけ株式市場について、その役割、在り方についての考え方を整理し、中長期的な観点から市場の基本的、構造的な問題を見直していくことが大いに意義があると考えます。株式市場の国民経済的機能としては次の3つの機能が挙げられております。すなわち、企業等に資金調達を確保する資金調達機能、投資家に資金運用の機会を提供する資金運用機能、市場において形成される価格により資金を適正に配分する資金配分機能であります。

資金調達機能については、①長期の資金調達が可能となること、②市場を通じたりリスク分散機能により、成長性はあるもののリスクの高い企業にも資金調達が可能となること等、他の金融市場にはない長所を持っていると考えられますが、いずれにせよ「株主」あつての資金調達であることを強調したいと思います。

また、資金運用の機能の面では、株式を保有することは、国民の健全な貯蓄手段の1つとして位置づけられることを強調したいと思います。従来、株式投資はとすれば「株をやる」という表現で捉えられがちでしたが、今後は株は貯蓄手段として「持つ」ものであるという側面があることを改めて認識していただくことができるような環境づくりに努めて参りたいと考えております。

さらに、資金配分の面からいいますと、株式市場での企業の評価、つまり、株価の水準は、発行市場における資金調達の難易を決めると共に、消費者等の企業評価、商品評価や銀行借入の難易に影響するなど、大きな社会的・経済的影響力を持っております。その意味でディスクロージャーと評価が重要であります。

このように、国民経済上の重要な役割を担っている株式市場の機能を発揮させるための方策を考えていくことは、市場仲介者たる証券会社はもとより、投資家としての国民、資金調達者としての発行体、株式会社全てに広くかかわる国民経済全体の最重要課題の1つであると考えられます。もとより、現在の株式市場をめぐる状況には大変厳しいものがありますが、こうした中で原点に立ち返り株式市場が本来の機能を十分発揮できるような条件とは何かについて、認識を新たにした上で、現在直面する問題に取り組んでいくことが必要だと考えております。

2. 株式市場がその本来の機能を発揮していくための条件

株式市場の機能を発揮させるための条件としては、①市場が公正かつ透明であること、②効率的であること、③安定的で活力のあること、の3つを挙げたいと思います。株式市場において、公正

性・透明性が確保され、また効率性の条件が満たされていることが重要であることは言うまでもありませんが、現下の状況に鑑みれば、株式市場がその国民経済的機能を十分に発揮するためには、安定性を確保し、活力ある株式市場にすることが、喫緊の課題であることを強調したいと思います。

(1) 公正かつ透明な市場

市場が公正であることは、市場としての3つの機能を果たすための最も根本的な要素であります。これが欠けることは単に投資者保護の観点から問題であるのみならず、全体として資本市場に対する信頼を失わせ、市場の機能を発揮しえなくなることにつながることになります。

また、ルールを明確化し、また、十分な情報を開示するなど市場の透明性を増すことは、公正性と相まって、投資家が安心して投資できる市場の形成に資することとなります。

(2) 効率的な市場

真に市場が効率的になり、その機能をより発揮するためには、多数の市場参加者の自由な競争を通じた創意工夫が不可欠であります。そのためには新規参入や多方面にわたる規制緩和が必要となります。

また、ニューヨーク、ロンドンと並び国際的な市場である日本の市場は、常にルールの国際的整合性を確保する必要もあると考えます。

(3) 安定的で活力のある市場

更に、株式市場が市場参加者の資金需給を円滑に一致させる場として安定的に機能し続け、マーケット・メカニズムによる適正な資源配分を持続的に可能とすることが必要です。そのためには市場が安定的で活力のあるものであることが重要です。すなわち、①個々の銘柄がそれぞれの企業の業績を反映することは言うまでもありませんが、株価全体の水準やその長期的トレンドが経済のファンダメンタルズを適正に反映すること、②投資家、市場仲介者、発行者の三者が安定的に参加できるシステムが構築されていること、つまり、投資家である国民に健全な資産形成の機会を与えているとともに、市場仲介者として重要な役割を担う証券会社の経営基盤が健全で安定しており、かつ、発行者が安定的にファイナンスを行えるシステムが構築されていること、③市場には多様な投資手法、投資判断があることが望ましいことはもちろんですが、他方、過度な投機がメインストリームとならないこと等が必要であると考えられます。

以上、証券市場、特に株式市場についての基本的な考え方を申し述べて参りましたが、証券行政をあずかる者として、このような基本的考え方に立ち、なかんずく証券市場が重要な役割を果たしているとの認識に立って、証券市場が円滑かつ健全に機能することを確保する責務を果たして参る所存です。そのために、市場が本来の機能を果たす上で必要な条件が達成されるよう、また、これらを阻害する制度、慣行を除去するよう努めて参りたいと考えます。

そこで、以下、公正で透明な市場の確立、効率的な市場の確立、安定的で活力のある市場の確立という3つの観点から、現在の証券市場をめぐる諸問題についてお話ししたいと思います。

Ⅲ. 公正で透明な市場の確立

まず、公正で透明な市場の確立について申し上げたいと思います。

1. 証券取引等監視委員会の設置

既にご承知のように、昨年の証券市場をめぐる諸問題の反省の上に立ち、証券市場におけるルールの遵守を監視する証券取引等監視委員会が去る7月に発足致しました。この委員会は、証券会社のルールの遵守状況の検査に加え、証券会社及び証券会社以外の投資家に対する犯則事件調査のための強制調査権を付与されている点で画期的なものです。委員会は取引の公正の確保を図り、市場に対する投資者の信頼を保持する目的で設置されたもので、その活動により、長期的にみれば、株式市場にとってもこのましい影響をもたらし、市場の健全な機能発揮に資するものと考えられます。

今後は、新しい制度の運用にあたる証券局や委員会の不断の努力が必要であることは当然のことですが、なによりも証券会社はもとより、投資家、発行会社等の市場関係者全てが証券市場、証券取引の公正性の確保に向けて、互いに最大限の努力を傾けていくことを期待したいと思います。委員会の発足を契機として、全ての市場関係者のそのような新たな意識と努力が、公正な証券市場の更なる発展をもたらすものと確信しています。

2. 自主規制機関の機能強化

次に、自主規制機関の機能強化についてお話ししたいと思います。

昨年の一連の諸問題の中においては、自主規制の強化が必要との議論がいろいろなところで提起され、昨年9月の行革審答申及び本年1月の証取審の報告においても、自主規制機関の機能強化を図ることが提唱されています。これらを受けて、先般の証取法の改正においては、次の点で自主規制機関、とりわけ証券業協会の機能強化を図りました。

まず、第1に、証券業協会について、自主規制機関としての性格を法律上明確にするために、証券業協会を証券取引所と同様に証取法上の法人とし、自主規制機関としての位置付けを明確にしております。

次に、証券外務員の登録事務を証券業協会に委任することとしました。これは、証券業務の先端として顧客と接する立場にいる外務員の登録・処分を通じて、証券会社の営業姿勢の適正化や証券事故の未然防止を証券業協会が自主規制の形で図ることを可能にする観点から行われたものです。

さらに、証券業務を営む金融機関の証券業協会への加入等を可能にいたしました。これは、証券業務を営む者には幅広く、自主規制ルールの適用を図るべきとの観点を踏まえたものであります。

証券取引のルールは技術的な性格が強く、しかも新しい取引に対応して新しいルールを構築することが必要です。従って、こうしたルールは、証券市場の参加者が自主規制として作り、相互にそ

の遵守状況をチェックすることが効率的であると考えます。また、国際的にみても自主規制機関の果たす役割は大きいものがあります。

以上のように自主規制機関としての機能の強化を図ったことを踏まえて、証券業協会が与えられた機能を十分に発揮し、会員に対し自主規制ルールを遵守しているかどうか監視を行い違反者に対しては毅然とした態度を示されるところを期待しております。同時に、証券会社の皆様にあっても、証券市場と投資家をつなぐ公共性、公益性の強い仲介者としての立場から、自主規制の策定及び遵守の上での責務を十分認識いただきたいと思います。

3. 証券会社の営業姿勢の適正化のための努力

次に、証券取引の公正性の向上のための措置として、証券会社の営業姿勢の適正化についてお話ししたいと思います。

① 行き過ぎた大量推奨販売の禁止

まず、行き過ぎた大量推奨販売の禁止についてであります。

昨年の一連の諸問題の中で証券会社の営業姿勢に関連して、証券会社による特定銘柄の大量推奨販売が問題となりました。

この大量推奨販売の問題は、証取法第159条（旧125条）をはじめとする相場操縦の禁止規定の運用等について、強い社会的関心を喚起したことは皆様方のご記憶に新しいことと思います。

行き過ぎた大量推奨販売行為の規制の見直しにつきましては、このような行為が公正な価格形成を損なうおそれの強い行為であると考えられることから、本年1月の証取審不公正取引部会の報告を踏まえ、従来のように証取法54条の是正命令の対象として当該行為の発生原因となった業務体制を規制するにとどまらず、当該行為自体の発生を防止する見地から、行き過ぎた大量推奨販売行為を同法50条の禁止行為とするよう法律改正を行ったところであります。

② 営業姿勢の適正化

公正な市場の確立のためには、法律上・行政上の施策以上に、市場の仲介者たる証券会社の努力が重要であると考えております。法令・自主ルール等の遵守は言うまでもなく、証券事故を起こさない、あるいは、証券事故が生じた後の処理を適正に行うということが必要であります。各証券会社におかれましては、従業員に対し法令を遵守する指導を行うとともに、法令違反等が適切に処理される体制を構築するべく努力をしていただきたいと思います。

また、営業姿勢に関しては、今回の法律改正においても、行き過ぎた大量推奨販売の禁止のほかに、顧客に対する誠実・公正の原則や適合性原則が法律に規定され、それを受けて、証券業協会においては本年の4月に証券営業ガイドラインが策定されたところであります。今後とも証券取引に係るルールの一層の普及のため、証券業協会ともご相談しつつ、証券営業に関するガイドラインの充実・周知徹底を図るための諸方策を講ずることにより、適正な営業活動が

円滑に推進されるための環境整備に努めて参りたいと考えております。

各証券会社においては、投資家本位の営業姿勢により投資家の信頼を回復するという観点から、外務員が豊かな経験と正しい知識に基づいた適切な投資勧誘を積極的に行っていくような営業体制の確立に努力していただきたいと考えております。

4. 店頭市場に対する行為規制の適用

続いて、店頭市場に対する行為規制の適用についてお話しします。

先般の証取法改正におきましては、相場操縦の行為や内部者取引といった行為規制を店頭市場に適用拡大することとし、あわせて、過当数量売買や空売りの制限、あるいは会社役員等の売買報告義務といった周辺規定についても同様の適用拡大を行っております。

さらに、このような行為規制を適用する以上、店頭市場における相場の公表等の市場管理が適切に行われる必要があります。証券業協会による相場の公表や店頭売買有価証券に関する証券業協会の規則の制定等に係る大蔵大臣の認可等の規定を新設いたしましたが、他方、証券業協会におかれても、店頭取引に関するルールについて見直しが行われたところであります。

このような措置が店頭市場の公正性・透明性を高め、一層の投資者保護に資することを期待するとともに、取引所市場及び店頭市場の両市場が、各々の機能を十分に発揮し、健全な発展を遂げていくために皆様方のご協力をお願いする次第であります。

5. 行政指導の見直し

公正で透明な市場の確立との関連において、昨年来指摘されてきた問題として、証券取引に係るルールの明確性の問題がありました。この問題については、証券市場の公正性の確保及び行政の透明性の向上に資する観点から通達等の整理統合を行い、従来の約500本の通達等を35本に整理したところであります。

このように、通達等を整理したわけではありますが、今後とも証券行政の在り方としては、できる限り透明性を確保するとともに、いたずらに複雑なものにならないよう十分配慮していきたいと考えております。

IV. 効率的な市場の確立

第2に、有効かつ適正な競争の促進を通じた効率的な市場の確立について申し上げます。

1. 証券取引制度改革

まず、証券市場における有効かつ適正な競争の促進を図る観点から、去る6月に成立し、公布さ

れました金融・証券取引制度改革法について申し上げます。

(1) 基本的考え方

まず、制度改革法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、終戦直後に作られた制度的枠組みの下で、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近年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高まって参りました。

このような背景の下、昨年6月の証取審報告書「証券取引に係る基本的制度の在り方について」及び本年1月の証取審報告書「証券市場における適正な競争の促進等について」を踏まえて、今回の制度改革が行われました。今回の証取法等の改正により、投資者保護が徹底されるとともに、証券市場における有効かつ適正な競争が促進され、我が国証券市場の健全な発展に資するものと考えております。

(2) 具体的内容

以下、有価証券の定義の整備、公募概念の見直しと私募についての法整備、新規参入のそれぞれについて申し上げます。

(イ) 有価証券の定義の整備

まず、有価証券の定義の整備について申し上げます。

今後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、証取法の有価証券の定義を整備し、これらにディスクロージャー制度、取引の公正確保といった証取法の定める投資者保護の枠組みを適用していくことが必要であります。昨年6月の証取審報告書は、証取法は、投資性及び流通性がある証券化関連商品を幅広く対象とすることが適当であると指摘しており、今回の改正は、この考え方に沿ったものであります。今後、政省令でCP、海外CP、CARDsと呼ばれている海外の貸付債権信託の受益証券、海外CD、住宅ローン債権信託受益権を新たに指定することを考えております。

(ロ) 公募概念の見直し、私募についての法整備

次に、公募概念の見直しと私募についての法整備について申し上げます。

今回の証取法の改正において、投資者保護を図るというディスクロージャー制度の趣旨を踏まえ、人数基準の明確化、勧誘対象者の属性への配慮及び転売制限の導入等、公募概念の見直しを行いました。

また、公募概念との関連において、私募の概念を定義し、投資者保護の徹底等を図る観点

から、新たに証取法の適用対象に加えるための法整備を行いました。

今後、このような改正証取法の規定に基づき、政省令等の制定により公募・私募の両概念の定義の詳細、私募に関する業務運営上の細目等の詰めを行っていくこととなります。その際、証取法改正の趣旨に即しつつ、また、公募・私募の両マーケット間での適正なバランスの確保に十分留意して検討を進めて参る所存であります。

(ハ) 新規参入

次に、新規参入について申し上げます。

銀行等が株式の過半数を有する子会社に対し証券業の免許を与えることができるとの規定を設けるとともに、証券会社は大蔵大臣の認可を受けて銀行子会社等を持つことができることとしております。銀行等の証券子会社設立を認める前提となる弊害防止措置については、証券会社の役員と親法人等の役職員との兼任禁止等の規定等を新たに設けております。

さらに、法律上列举されたもの以外にも、弊害を有効に防止するため実効性ある措置を講ずることとしており、昨年6月の証取審報告書で示されたものについては、例えば、親銀行が影響力を及ぼすことができるような企業が発行する証券を証券子会社が引き受けることの制限、職員の兼任の問題、店舗の共用の問題等について検討しているところであります。検討にあたっては、証取法第65条の基礎にある基本的な考え方、すなわち、利益相反の防止、市場支配・企業に対する影響力の防止、銀行の健全性の確保などを念頭において参りたいと考えております。

次に、銀行等の証券子会社の業務範囲について申し上げます。

銀行等の証券子会社の業務範囲については、改正法附則第19条で、当分の間、株式のブローカー業務を禁止することとしています。「当分の間」の具体的な期間については、中小証券会社の経営状況、銀行の証券子会社の業務実態等を勘案して判断していきたいと考えています。

なお、附則第19条第2項においては、銀行等が既存の証券会社を子会社化した場合には、株式のブローカー業務を禁止することができることとしています。これは銀行等の証券子会社に株式のブローカー業務を禁止した第1項の尻抜けを防止する観点から設けられたものであります。したがって、第2項が適用されるのは、銀行等が既存の証券会社を救済のために買収するような極めて例外的な場合に限られます。この場合においても、銀行等の子会社に株式のブローカー業務を禁止した規定の趣旨が損なわれないことがないよう、個々のケース毎に慎重に判断していきたいと考えております。

株式のブローカー業務以外の銀行等の証券子会社の当初の業務範囲については、資本市場への新規参入による競争の促進、市場の効率化・活性化の観点及び競争条件の公平性の確保等の観点を踏まえ、現在検討しているところであります。

(ニ) 外国証券業者に関する法律

なお、証取法の改正にあわせて、外国証券業者に関する法律においても改正が行われています。

従来、外国銀行等が我が国で証券業へ参入する際には、外証法上、出資比率50%以下の外国証券会社の支店形態とする、といういわゆる50%ルールの下で認めていましたが、証取法の今回の改正により、銀行等が50%を超えて出資した証券子会社が認められることに伴い、この50%ルールの必要性もなくなり、撤廃されております。

したがって、外国銀行等は、従来から認められていた外証法に基づく50%以下出資した外国証券会社の支店の形態に加え、証取法に基づく50%を超えて出資した証券子会社、及び外証法に基づく50%を超えて出資した外国証券会社の支店の3形態での進出が可能となります。なお、2番目と3番目のケースについては、出資比率が50%を超えるため、それぞれ証取法、外証法上の弊害防止措置の適用があります。

(3) 今後の対応

以上申し上げましたように、政省令等制度改革の実施に必要な細目につきましては、制度改革の趣旨を損なうことのないよう、市場関係者の皆様のご意見も伺いながら慎重に検討して参りたいと考えています。

施行日については、公布の日から1年以内とされています。今後、証券子会社の当初の業務範囲、弊害防止措置等について、法律施行後に混乱を生ずることのないよう慎重に検討を行い、新法の周知に必要な期間等諸般の事情を勘案して施行日を決めることとしたいと考えています。

2. 証券業の免許基準の具体化・明確化（含 投信の免許運用基準の改正）

次に、証券業の免許基準の具体化・明確化について申し上げます。

いわゆる制度問題における新規参入の問題とは別に、昨年、昨年の問題を契機に、昨年9月の行革審答申を含め、証券業への新規参入の抑制、業界保護行政への偏りといった免許制への批判がなされ、一般的な新規参入の問題についても議論が起きました。

これを受け、証取審において、免許基準の具体化・明確化について審議が行われ、本年1月に報告書が取りまとめられたところであります。

行政としては、証券会社の業務の公共性・公益性に鑑みれば、基本的には免許制を維持することが適当と考えますが、証券市場における競争を促進するため免許の基準を明確化することは必要と考えており、証取審報告に示された基本的方向を踏まえ、現在、免許審査に当たっての運用の基準を策定中であり、制度改革法の施行までの間に同基準を公表する予定であります。

なお、以上のような証券業の免許基準の具体化・明確化に関連して、証券投資信託業務の免許運用基準についても本年4月一層の緩和が行われました。

今回の見直しによって、海外からは勿論のこと、新たに投資一任業務を営んでいる会社を設立母体とした参入が見込まれますことから、投資信託の販売を取り扱う中小証券会社にとっても投信会社の選択の幅が拡大する等のメリットがあると思われます。

こうした一連の作業が行政の透明性を向上させるとともに、新規参入による競争の促進にも資するものであると考えております。

3. 大口取引に係る株式等委託手数料の自由化

次に、大口取引に係る株式等委託手数料の自由化について申し上げます。

株式等委託手数料の自由化については、昨年10月に再開された証取審において、証券会社、投資家、証券市場に与える影響等広い視点からご審議いただき本年1月にご報告をいただいております。

この証取審報告におきましては、

- ① 今回の一連の証券問題を流通市場の面からみると、流通市場における競争が必ずしも適正な形で行われていなかったという認識を持たざるを得ない、
- ② 英米等の諸外国においては既に委託手数料の自由化が実施されている、
- ③ このような実情を考慮すれば、流通市場における適正な競争を促進する見地から委託手数料の固定制についても見直しを行うことは避けて通れない、
- ④ 自由化の実施にあたっては、比較的問題の少ないと思われる大口取引に係る手数料について自由化を図り、それが、証券市場に与える現実の影響を十分見極めつつ、その後の自由化への展望をさぐる必要がある、
- ⑤ 大口取引の水準、実施時期等その具体的な実施に係る細目等については、専門家をも含めた作業部会を設け十分な検討を行うことが適当、
- ⑥ 作業部会における検討は、当面1年程度を目途とすることが適当、とされております。

この証取審報告に基づいて、去る4月から議論が開始された作業部会において、大口取引に係る手数料の自由化実施の細目等につきご検討いただいております。大蔵省としても、同作業部会における議論に期待しているところであります。

4. 商品開発に係る諸規制等の緩和

効率的な市場であるためには、投資家の多様なニーズに対応した商品の開発が可能であることも必要であります。また、新商品の開発を通じた投資対象の幅の拡大は、投資家の資金流入を促すことから、安定的で活力のある市場の確立の上でも効果的であると考えます。

行政としてもこのような観点から、商品の開発に係る規制の見直しを行ってきており、例えば、投資信託の分野においては、本年4月に中国ファンドの利便性の改善を行うとともに、5月からは

MMF（マネー・マネージメント・ファンド）という共通名称で、中国ファンドと同様の流動性を持つとともに、日々の運用実績により分配を行う新しいタイプの投信の販売が開始されたところであります。

今後とも、商品開発に係る規制の緩和を推進していく所存であり、特に、後で述べるような個人投資家の長期的で安定的な株式投資を促進する観点から、長期保有に適した株式投信の商品開発等を推進していくことを考えています。

5. 普通社債発行市場の活性化

なお、効率的な資本市場を構築するという観点から、普通社債発行市場の活性化について一言申し上げます。

(1) 現状

まず、社債市場の現状について言及いたしますと、平成3年度の我が国企業の内外資本市場における普通社債の発行状況は、資金需要が引き続き根強かった一方、株式市場の低迷により大量のエクイティ・ファイナンスが困難な状況にあったことなどから、発行額は8兆円と前年度に比べ52%も増加しました。

しかし、この内訳をみますと、大幅に増加したのは、ユーロ円債等の外債及び国内私募債であり、国内公募債については、過去2年度発行のなかった一般事業債が5千億円発行され、活性化の兆しはあるものの、その伸び率は相対的に低くなっております。

この背景としては、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、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。

他方、今後、過去に発行された転換社債及びワラント債の償還のための資金需要が増加すると見込まれるなかで、企業の安定的資金調達手段として普通社債の発行の重要性が高まっております。

(2) 今後の課題

このため、行政におきましては、今後ともいわゆる諸規制・諸慣行の見直し・撤廃に努めていく所存であります。

今後取り組むべき主な課題としては、1) 社債発行限度規制及び受託制度の見直しを2つの柱とする社債関連法の早期改正、2) 適債基準の一層の緩和・撤廃、財務制限条項の一層の弾力化、3) 商品性の多様化、4) 受託手数料等の発行に係る諸手数料の一層の弾力化等があります。

このうち、法制面の措置を要する重要な課題であります社債関連法の改正については、法制審議会商法部会社債法小委員会において、昨年6月に取りまとめられた「中間取りまとめ」で示されている方向で改正法案が次期通常国会に提出されるよう、法務省、法制審議会に対し、

働きかけているところであります。

V. 安定的で活力のある市場の確立

最近の株式市場の低迷に鑑みれば、株式市場の安定性確保が喫緊の課題であります。同時に、経済社会の発展のためには、長期的視野に立って株式市場の安定性を確保し、その活力を高めていくことが極めて重要であります。そこで、以下では、市場機能の強化を通じた安定的で活力のある株式市場の確保のための諸施策について述べたいと思います。

1. 個人投資家に魅力ある市場づくり

まず第1は、個人投資家に魅力ある市場づくりです。

我が国の個人金融資産は1,000兆円にも達しようとしており、また個人の金融資産に占める株式保有割合が米国と比較しても相当低い状況では、個人投資家の潜在的な投資余力はなお高いと考えられます。個人投資家の投資活動は、投資判断が多様であり、比較的長期の保有を目指すため、現在の株式市場を活性化し安定させる原動力としては、最も重要な要素であるといえましょう。したがって、個人の株式市場への一層の参加を期待することが課題となります。

株式投資の魅力を高めるためには、配当利回りの向上が必要です。

株式市場は発行体にとって企業活動の基礎である資本を調達する場であるとともに、企業の評価の場としても重要な機能をもっており、安定的な株式発行・流通市場を確立することは発行体の経営の発展にとっても、極めて重要なことであります。このような認識の下、企業経営の在り方として、証券市場等から調達した資金を効率よく活用し、産業経済の発展に寄与していくことは当然として、さらには、資本活用の成果たる利益の中からどの程度内部留保にあて、将来のより大きな成長によりキャピタルゲインの増加として株主に還元し、どの程度を配当として株主に還元するかを決定していくことは、個人投資家、機関投資家を安定的な株主として期待していく上で大きな課題であると考えます。

また、個人投資家を含めた内外の投資家の市場に対する信頼を確保し、市場への参加を促進していくためには、投資家の多様かつ高度化した情報ニーズに対応した企業情報の開示が重要であると考えられます。ディスクロージャー制度は証取法の重要な柱の1つとされているところであります。近年においては、企業会計審議会の答申なども踏まえ、事業の種類別、所在地別等のセグメント情報、市場性ある有価証券及び先物、オプション取引に係る時価情報、関連当事者間の取引に係る情報などの開示を義務づけたり、連結財務諸表の有価証券報告書への組入れに伴う企業集団の状況の記載の充実、公認会計士及び監査法人の監査規範である監査基準、監査実施準則、監査報告準則の見直しを行うなど、ディスクロージャー制度の充実に努めているところでありますが、今後ともさらに一

層の充実を図って参りたいと考えております。

それでは、以下、市場機能の強化を通じた安定的で活力のある市場の確保のための諸施策につき、流通市場、発行市場に分けてお話ししたいと思います。

2. 流通市場の整備

(1) 先物と現物のバランスのとれた市場づくり

まず、流通市場の整備の観点から、現物市場と先物市場のバランスのとれた市場づくりについてお話しします。

近年先物取引は、その流動性の高さ及び取引コストの低さ等により堅調に推移してきた一方、現物市場は、平成2年に入って調整局面に入り、ご承知の通り、株価、売買高とも軟調に推移していることから、先物取引高が極端な場合には現物取引高の10倍強となるなど、両市場間のバランスが崩れ、現物市場が先物市場の影響を受けやすい状況となっております。

このような状況を踏まえ、現物市場と先物市場のバランスを図り、証券市場の健全な発展を確保する見地から、これまで証拠金率の引き上げ、ディスクロージャーの充実等の措置を累次にわたり実施してきたところであります。

こうした一連の措置の結果、今年に入り現物市場と先物市場のバランスは改善してきております。

また株価指数先物等の派生商品の在り方については、東証、大証が協力して市場管理の在り方、取引制度の在り方、派生商品の商品性等の面にわたって幅広く検討を行ってきており、5月には大証において新しい先物を研究、開発することを目的として新世代先物研究会を発足させたところであります。

大蔵省としては、現物・先物両市場の有する機能を適切に発揮させるよう、このような関係者の検討の進展を促すとともに、幅広く関係者の意見を聞きつつ検討していきたいと考えています。

(2) 株券等保管振替システムの稼働

ここで、株券等保管振替システムの稼働について付言したいと思います。

保管振替システムは、(財)証券保管振替機構が段階的に実施しており、昨年10月から東証上場銘柄のうち50銘柄を対象に、東証会員等のみを参加者として事業が開始されましたが、その後対象銘柄・参加者等を順次拡大して参りました。本年10月からは、全ての上場株券、店頭登録・管理銘柄株券を対象として、全面実施される予定であります。

この株券等保管振替システムにおいては売買取引等に伴う受渡しが口座振替によって処理されるので簡単、迅速かつ安全に行えるとともに事務の合理化、費用の軽減が図られます。

このように本システムが拡充していくことによって、流通市場の機能の強化が期待されてお

ります。

3. 株式等発行市場の整備

次に、株式等発行市場に関連して、エクイティ・ファイナンス及び自社株取得規制の問題について申し上げます。

(1) エクイティ・ファイナンスの改善

エクイティ・ファイナンスは、特に62年度から元年度にかけて急増しましたが、これが株式等の供給増加をもたらし、市場の圧迫要因となっております。

このような過去の大量のエクイティ・ファイナンスについては、引受証券会社による発行条件、消化見通し等のチェックが必ずしも十分でなかったことや、発行会社サイドにおいてもエクイティ・ファイナンスを低コストの資金調達と考え、株主への利益還元が十分でないという問題があることに鑑みますと、エクイティ・ファイナンスの在り方や市場機能の改善に取り組む、引受証券会社や投資家等の判断を基本としたマーケット・メカニズムが十分機能するような環境整備を図る必要があります。

上記の観点から、エクイティ・ファイナンスの改善のために、これまで次のような環境整備を図ってきております。

① アンダーライター機能の充実

資本市場におけるマーケット・メカニズムを十分機能させるためには、引受証券会社によるマーケットの動向等を踏まえた引受判断が重要であります。このため、本年5月、証券業協会により「有価証券の引受に関する規則」が制定され、市場実勢を尊重して適正な発行条件を決定することに努めるとともに、発行会社の財務状態や資金使途等の厳正な審査を通じ、アンダーライターとしての総合的な判断と責任において引受を行うこととされております。

② 引受方式の見直し

また、エクイティ・ファイナンスに係る引受方式の見直しも行われております。時価発行増資における引受方式については、これまでの一律3.5%のディスカウント慣行を廃止し、銘柄や市場環境の良否を基本として弾力的に発行価格を決定するとともに、発行条件決定にあたり多様な証券会社のセーラビリティ判断が反映されるよう引受シ団を導入することとされております。

③ 投資家への利益配分の充実

投資家への利益配分については、本年3月、原則として30%以上の配当性向の公約及びその遵守を求めること等を内容とする新たな「利益配分ルール」が制定され、4月1日より実施されているところであります。

(2) 自社株取得規制の緩和

最後に自社株取得規制の緩和について申し上げます。

この問題については、去る3月31日の政府の緊急経済対策において、資金調達環境の整備の一環として、「商法との関係も含め幅広い観点から検討する」こととされているところです。

自社株保有に関する規制は商法に規定されている事柄ではありますが、その規制の在り方については、既に法務省法制審議会商法部会における検討が開始されており、同審議会において、緊急経済対策の趣旨を踏まえた幅広い観点からの審議が進められるものと考えております。

なお、従来、自社株保有に伴う問題としては、株主に対する出資の払戻しと同様の結果となり、資本充実・維持の原則に反する等といった商法上の問題のほか、市場における問題として、インサイダー取引や会社による株価操作につながるおそれがあるといった点が指摘されてきましたが、この点については証取法におけるインサイダー取引規制等の厳格な運用等により対応することができると考えています。また、仮に規制の緩和が行われる場合には、米国SECで行われているような自社株取得に伴う株価操作防止のための措置についても、検討していくことが必要だと考えています。

VI. その他の課題

今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したいと思います。

1. 証券税制の見直し

その1つは証券税制についてであります。

証券税制については、ご承知のように、利子・配当課税及び株式等の譲渡益課税の在り方について、本年秋以降見直しを行っていくことが予定されております。また、昨今の証券市場の低迷を背景に、市況活性化のための証券税制の見直しを求める声が強くなることも承知しています。

証券税制の在り方については、証券市場の公共的役割を踏まえ、望ましい証券市場の姿に即応して検討する必要があると考えます。すなわち、最初にも述べましたように、証券市場がその機能を発揮して、企業・家計等の円滑かつ効率的な資金調達・運用に資することができるような税制であることが望ましいと思います。

利子・配当及び株式等の譲渡益課税の見直しが予定され、また、証券市場の活性化策としても税制上の措置が提唱されるなど、証券税制の在り方が非常に注目されている今こそ、以上のような視点に立って合理的な証券税制を税当局に要望していきたいと考えています。

なお、利子・配当及び株式等の譲渡益に係る課税については、政府税調において「利子・株式等譲渡益課税小委員会」(仮称)が来月設置され、その場において検討が行われると聞いており、そ

こにおける審議に向けて私どもとしては、今後税当局に対し具体的に要望していく必要があると考えております。

2. 海外証券当局との協調

次に、海外証券当局との協調について申し上げます。

我が国は、従来よりIOSCOにおける海外証券当局との協調に積極的に参加してきたところでありますが、最近においてはIOSCOの部会である流通市場部会の議長を務め、現物市場と派生市場の協調について主導的な役割を果たしてきております。

すなわち、我が国は、現物市場が派生市場からの過度の影響を受けないよう適切な市場管理を行い、現物市場の安定を図るべきであるとの認識に基づき、海外証券当局の協調を求めてきた結果、本年7月のIOSCO専門委員会において、現物市場と派生市場の協調に関する2つの合意、具体的には株価指数を基礎とする派生商品の商品設計する場合に証券監督者や取引所が留意すべきポイントを記述した合意及び市場暴落時における現物・派生両市場の協調的管理の必要性を確認する合意がまとめられました。この2つの合意は今秋のIOSCO総会の際に了承され発表される予定です。

当局としては、IOSCOをはじめとして、今後とも海外証券当局との協調を緊密に行っていくこととしております。

(おわりに)

以上、証券市場をめぐる諸問題について、私どもの考えを申し上げて参りましたが、結びとして、本日お話ししてきた基底・背景にある認識を、私なりに整理補足して申し上げたいと思います。

まず、第1は、広い意味での証券関係業務の発展性です。株式をはじめとする証券概念を利用しての経済行為の効率性、便益性は資金の運用・調達の両面からみて明らかであり、ひとり我が国だけでなく国際的にみても、今後一層の発展をみることになると思います。

第2は、第1の点とも関連しますが、証券業の社会的意義の認識の重要性です。皆様方は、証券市場を成立させる最重要の構成員として、その公益性、社会的役割を改めて強く考えていただきたいと思います。

第3は、証券市場、証券業が乗り越えていかねばならない、大きな3つの波についてであります。

1つは、公正で透明な市場・取引の確立の問題。この点については、昨年来の出来事、流れ、対応の中で、将来へ向けてのはっきりした道筋が描かれ、作られてきていると思います。

2つは、現下の低迷する株式市況がいわゆるバブル経済の後遺症であり、また、それに伴う景気の状態と深く関わっていることであります。これに対しては、冒頭申し上げた各種の施策及びそれぞれのセクターの努力で切り抜けていくべきであり、切り抜けていけると考えています。

3つは、経済・金融の国際化・自由化の大きな流れの中にあって、金融・証券制度の改革が進め

られてきていること、さらには21世紀に向けた高齢化、環境問題といった制約を受けつつ、我が国経済が安定成長の道を歩んでいくことの認識であります。

歴史には連続と非連続のときがあり、その積重ねであります。いま、あえて3つの波を申し上げたのは、証券問題を考え、取り組んでいくうえで、いまは非連続のときだと考えるからであります。

最後に、行政としては、証券市場が国民経済に果たす重要な役割に鑑み、市場が円滑かつ健全に機能することを確保する責任を果たしていく覚悟ですが、その過程においては、広く皆様方のお考えにも十分耳を傾け、できる限りの意思疎通を図っていききたいと考えています。このことを十分ご理解いただき、今後とも一層のご協力をお願いしたいと思います。

最後に、皆様方の益々のご発展を祈念して私の講演を終わらせていただきます。