



証券市場をめぐる諸問題と行政

大蔵省証券局長

日 高 壮 平

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日高です。

本日は、証券界の各社、各団体の代表者の皆様と、このように一堂に会し、交流を深める機会を持つことができ、大変意義深いものと考えております。

私自身は、この6月に証券局長を拝命し、新体制の下、勉強を重ねてきましたが、本日は、証券市場をめぐる諸問題と今後の証券行政の課題等について、お話し申し上げたいと思います。

2. 証券市場の意義

初めに、最近における証券市場の状況について申し上げます。

最近の株式市場については、株価は20,000円前後の水準で小動きに推移していますが、売買高は7、8月の一日平均で2億7千万株と低調に推移してきております。

また、発行市場の動向について申し上げますと、普通社債の発行は増加しているものの、エクイティ・ファイナンスは大幅に減少しており、全体としても、投資活動の停滞等を反映し、発行市場は活発ではありません。

このように最近の証券市場の動向をみると、総じてその機能が十分に発揮されていない状況にあるといわざるをえません。

私は、証券市場の安定、活性化が日本経済全体にとって重要である、ということがこれほど強く認識されるようになったのは、今の時代が初めてではないかと思えます。今回のバブルの発生・崩壊の過程において、資産価格の急激な上昇及び低下は、实体经济、金融システムひいては国民経済全体に大きな影響を及ぼしました。急激な資産デフレは、個人消費、企業の設備投資、資産取引を行う業種への直接的影響等に加え、家計・企業等の経済主体の期待形成、マインドに影響を与え、最終需要の低迷を強めたということが指摘されています。

こうした状況を踏まえると、証券界の皆様をはじめとする市場関係者や私ども行政当局は、証

券市場を国民経済が健全に発展していくための不可欠な財産と位置づけ、その機能が効率的かつ安定的に発揮されるよう、市場を育てていく努力が求められると同時に、それが一種の社会的責務であると考えなければなりません。

すなわち、証券市場は、証券界だけのものではなく、国民全体のものであり、自由主義経済の基盤をなすものである、ということを改めて強調しておきたいと思えます。

3. 証券行政の基本的考え方

以上のような証券市場の重要性を念頭に置いて、今後の証券行政の推進に当たっての基本的考え方について申し上げます。私は、証券局長就任以来、証券市場のあり方、証券行政のあり方について、「公正、信頼、効率、安定」の8文字をキーワードとして申し上げてるところです。

(1) 公 正

第1番目の「公正」については、市場がその機能を果たすために最も根源的な要素であり、公正な取引が確保されなければ、単に投資者保護の観点から問題であるのみならず、証券市場全体に対する信頼を失わせ、証券市場は、その機能を発揮し得なくなります。そうした観点から、市場における公正な取引環境を常に整備していくため、昨年、証券取引等監視委員会が設置されたところであります。また、行政においても、透明性の確保等によって自らの公正さを常に追求していくことが重要な課題であると考えております。

(2) 信 頼

第2番目の「信頼」については、まず証券市場を担う証券界自らが信頼を高めていくことが、投資者、とりわけ個人投資家の市場への参加を確保していくために喫緊の課題であると考えております。特に、不祥事等により信頼が損なわれることのないよう不断の努力が求められていることはいうまでもありません。

無論、信頼は、行政の課題でもあるわけで、皆様方から信頼される行政を目指すために、市場関係者、市場参加者との意思の疎通を十分図ることが必要であると考えております。

(3) 効 率

第3番目の「効率」については、市場、証券会社、行政という3つの側面から追求されるべき課題であると思えます。

まず、市場の効率性は、基本的には多数の市場参加者の自由な競争を通じて確保されるべきものと考えられます。例えば、商品開発、投資手段の選択、投資コスト、発行コスト等の面において市場メカニズムが働くことによって、市場の持つ資金配分機能が十分に発揮されることになります。

また、長年にわたって検討が続けられた金融制度改革が本年4月より実施に移されております。

す。これは、証券市場における競争をさらに進めていく第一歩であります。さらに、今後とも厳しい環境が続く中で、証券会社の経営自体にも一層の効率性が求められることはいうまでもありません。

行政の課題としては、先般来進めております通達の整理・統合及び自主ルールへの移行等の行政の簡素化により、行政が関与すべき分野を明確にしていき、行政自身の効率化を図ることも大切ではないかと考えます。

なお、ニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際的な市場である我が国の市場は、常にルールの国際的整合性にも配慮していく必要があり、その観点からも、規制の緩和をベースとして、あらゆる面で効率を考えていくことが肝要かと思われます。

(4) 安定

最後に、「安定」については、前述のような公正、信頼、効率の諸条件を満たすことによって、証券市場の安定、経営の安定、行政の安定がもたらされるものと認識しております。

以上、申し上げました証券市場の重要性、証券行政の基本的考え方に基づいた上で、これから証券行政をめぐる諸問題についてお話ししたいと思います。

なお、本題に入る前に、最近における証券会社の経営破綻とその建て直しの問題について申し上げます。

4. 最近における証券会社の経営破綻とその建て直しの問題

ご存じのとおり、一昨年（1997年）のいわゆる証券不祥事以来、証券界及び証券市場に対する国民の信頼を回復すべく官民あげて取り組んでまいりました。しかるに、このような中で、コスモ証券について、従業員が会社に無断で行った巨額の「とばし」取引のために会社の経営問題にまで発展するような事態に至りましたことは、極めて遺憾であり、証券行政に携わる者として残念でなりません。

一方、コスモ証券は、多数の顧客を有し、取引シェアも高く、また、現下の経済情勢、証券市場の状況の下で、証券市場の安定に対する国民の信頼を確保するとともに、厳しい雇用情勢の下で、従業員の雇用問題を考慮する必要があること等から、私どもといたしましては、その経営を建て直すことが必要であるとの結論に至りました。

経営建て直しの具体的方策としては、コスモ証券の自己資本を大幅に充実させる必要があったことから、メインバンクである大和銀行による第三者割当増資によることとされました。その結果、コスモ証券は、大和銀行の子会社となるわけですが、コスモ証券の経営建て直しのためには、株式のブローカー業務を継続することが必要不可欠でありますので、証券市場の混乱を回避するための極めて例外的な措置として、コスモ証券に対し株式ブローカー業務を認める考えであります。

繰り返しになりますが、今回のケースは、現下の経済情勢、証券市場の状況の下におけるいわば緊急避難的な措置であり、銀行の証券子会社に当分の間株式のブローカー業務を認めないこととした等の金融制度改革の進め方についての我々の考え方は、全く変わっておりません。

証券会社の皆様におかれては、今回の事件を貴重な教訓とし、今後二度とこのような事態を招くことのないよう、営業姿勢の適正化及び内部管理体制のより一層の充実・強化に向けて、全力で取り組んでいただきますよう重ねて要請いたします。

以下、本題に入らせていただきたいと思います。テーマとしては、「安定的で活力ある市場の確立」、「公正で透明な市場の確立」、「証券会社の経営の安定」、「投資信託制度の見直し」、「その他の課題」というように大きく分類できようかと思えます。

II 安定的で活力ある市場の確立

最初に、安定的で活力ある市場の確立について述べたいと思います。

1. 市場の活性化と整備

先ほど述べた我が国証券市場の現状に鑑みますと、市場の活性化が喫緊の課題であります。市場が活性化するには、基本的には、景気回復を通じた企業業績の回復等を待たなければなりません。行政としては、市場が本来の機能を発揮する上で必要な環境を整備することが責務であると考えております。こうした観点から、昨年8月の総合経済対策、本年4月の新総合経済対策においては、従来型の公共投資中心の対策だけでなく、証券市場の活性化を図るため、個人投資家及び機関投資家等の株式市場への参加を促進するための諸施策、企業の資金調達環境を整備するための諸措置、証券会社の適正な投資勧誘のための諸施策等を盛り込みました。

その後、関係者の努力により、こうした諸施策は着実に実施されてきており、徐々にその効果が出てきていると考えております。今後も、こうした市場活性化策の効果は、引き続き現れていくものと期待していますが、進行中の措置の円滑な実施を含め、市場活性化策を地道に続けていく必要があると考えます。

以下では、最近における状況を踏まえ、流通、発行両市場について、当面の課題を申し上げます。

(1) 証券市場のすそ野の拡大

流通市場に関するまず第1の課題は、個人投資家の長期的で安定的な株式投資を促進することにより、証券市場のすそ野を拡大することにあります。

我が国の個人投資家の株式保有及び売買は、長期的傾向として、そのシェアが低下しており、

特に持株比率は2割程度で、米国の5割と比較すると相当に低い水準となっております。また、個人保有の金融資産が1,000兆円に達しようとする一方で、株式の個人保有の金融資産に占めるシェアは、1割以下に低下してきております。

しかしながら、これからの証券市場の発展を図るためには、個人投資家の果たす役割は非常に大きく、そのウエイトを高めていく必要があると考えます。無論、法人投資家も重要ですが、今まで個人投資家の株式投資促進に対する努力が、行政、証券界、発行企業ともに必ずしも十分ではなかった点は否めません。

個人投資家の幅広い参加を確保するためには、株式投資の魅力を高めること、小額の資金による株式投資を可能とすること等が必要であります。こうした観点から、昨年8月の総合経済対策及び本年4月の新総合経済対策に沿って、発行企業に対する単位のくくり直し・株式分割の要請と税制上の特例措置、従業員持株制度の運用の弾力化、株式累積投資制度の実施、長期保有に適した株式投信（LLF）の商品開発の推進、発行企業に対する配当性向の引上げの要請等の諸措置をこれまで着実に実施してまいったところであります。

そのほか、現在財形制度適格の株式投資信託商品の開発が進められており、手続きが整い次第、各投資信託会社による募集が行われる予定です。

今後とも、引き続きこうした措置が個人投資家の長期的で安定的な株式投資を促進するものと期待しております。特に投資信託については、個人投資家の投資促進という観点からも、今後一層大きな役割が期待されるところであり、そのためには制度の改革が必要と考えていますが、この点については、後述する予定です。

また、証券市場のすそ野を拡大していくためには、市場が公正・透明であることが不可欠であり、今後ますます多様化・高度化していくと思われる投資家の情報ニーズに対応した企業情報の開示、ルールの適正な運営等の確保が必要になるものと考えます。

証券会社の営業努力も重要であり、市場のすそ野を開拓するため、地道な努力をお願いしたいと思います。行政当局としても、個人投資家が参加しやすい市場の確立に向けて、今後とも環境整備に努めてまいります。

最後に、個人投資家の方々には、株式投資にリスクが伴うことを理解され、いわゆる自己責任原則に基づく冷静な市場参加をお願いしたいと思います。

(2) 先物取引の改革による市場基盤の整備

次に、先物取引の改革による市場基盤の整備について申し上げます。

株価指数先物取引等については、昨年12月に、大蔵省として市場管理、取引制度、商品性全般にわたり改善の基本的方向をとりまとめ、関係証券取引所、証券業協会に対し、具体的な改善策の検討を要請したところであります。

現在、市場管理、取引制度については、東証・大証において会員証券会社をメンバーとする

ワーキング・グループが設けられ、鋭意検討が行われております。

改善策の検討に当たっては、世界有数の先物市場にふさわしい市場管理及び取引制度を整備するとの観点から、具体的には、現物・先物両市場にわたる公正取引監視体制の充実・強化を図るとともに、公正・妥当な取引ルールとしてフロント・ランニング等の不適切な行為が行われることのないよう、所要の規則整備を行うことが喫緊の課題と考えます。また、投資家に対してきめ細かい情報提供を行うようディスクロージャーを充実するとともに、現物及び先物市場における急激な価格変動が相互に過度な影響を与えないよう、現物・先物両市場の相互の状況に基づき市場管理を行う方法を整備することが必要と考えております。

一方、商品性の問題については、我が国証券市場の健全な発展を図る見地から、先物取引等に対するリスク・ヘッジ・ニーズ、先物取引等が現物市場に与える影響等に一層適切に対応するため、大証において、加重平均方式の指数の開発について鋭意検討がなされているところであります。今後適切な指数の開発が行われ、それが投資者にとって利便性の高い魅力ある商品として受け入れられ、早期に定着していくことが先物・現物両市場の安定的な発展のためにも欠かせません。関係者においては、新指数が定着し、世界における主要な先物・オプション商品に育っていくよう様々な努力が行われることと思いますが、行政としても、一日も早い定着のため、種々の措置を講ずる所存であります。

また、取引制度、市場管理の改善及び新指数の定着により、先物・現物両市場における安定性が増してくると思われませんが、これを契機に、これまでの現物・先物両市場のバランス回復の観点から累次にわたり実施されてきた一連の規制措置については、市場の状況を踏まえて、適宜緩和していく必要があると考えます。

(3) 社債の発行・流通市場の改革

第3に、社債の発行・流通市場の改革について申し上げます。

我が国の社債市場を活性化するためには、いわゆる諸規制・諸慣行の見直し・撤廃が必要であるとつとに指摘されています。今までもこの課題に鋭意取り組んできたわけですが、最近においては、関係者から長い間要望のあった社債発行限度規制の撤廃及び受託会社制度の見直し等を内容とする商法改正が行われるなど、かなりの成果をあげてきていると考えております。

しかしながら、私どもとしては、これで十分とは考えておらず、さらなる社債市場活性化のため、引き続き諸規制・諸慣行の見直し・撤廃に努めてまいります。

特に、当面の課題としては、商法改正による受託会社制度の見直し、実態面においても、発行コストの低減等社債市場の活性化に資するよう、市場関係者に働きかけてまいります。

一方、社債流通市場については、最近、普通社債の増加傾向が見られる状況の下で、その整

備が市場機能の適正な発揮のための緊要な課題となっております。

このため、この課題に積極的に取り組むこととし、具体的には、振替決済制度の導入の可能性も含め、将来のあるべき姿につき検討を行った上で、社債登録制度の改善など具体的な整備策を位置づけていくことが適当と考えており、今後、市場関係者間での議論を深めてまいりたいと考えております。

(4) J R 東日本、J T 株式の売却

第4番目は、J R 東日本、J T 株式の売却についてであります。

今回のJ R 東日本株式の売却に当たっては、N T T 株式売却時の反省を踏まえ、入札方法等に種々の工夫がなされました。これまでのところ、証券界をはじめとする各方面の努力により順調に売却手続きが進行しているところであります。

今後、予定どおり進めば、今月中に売却価格が決定され、来月初旬には売却の申込みを受け付けることとなっておりますが、市場実態を反映した適正な売却価格が決定され、J R 東日本株式が投資者にとって魅力ある投資対象となることを期待しております。また、このJ R 東日本株式の売却が、証券市場に新たな投資者、新たな資金を誘引し、それがひいては市場の活性化につながることを期待しているところであります。

J T 株式については、先月、日本たばこ産業株式会社から全国の証券取引所に上場申請が行われたところでありますが、今後の日程については、J R 東日本株式の売却の状況を含めた市場の状況等を見極めつつ検討が進められることとなると考えております。

(5) 時価発行公募増資と株式公開制度の改善とあり方

第5に、時価発行公募増資と株式公開制度の改善とあり方について申し上げます。

① 時価発行増資のあり方

時価発行増資は、昭和62年度から平成元年度にかけて急増しましたが、2年4月以降株式市場の状況を踏まえ、中止状態にあります。

62年度以降の大量の時価発行増資については、それが株式の大量の供給となり、株式市場の圧迫要因となってきているのではないかと、その背景には、画一的な発行条件や発行手続きの下で必ずしも投資者の需要動向を的確に反映した発行が行われなかったのではないかと、等様々な問題点が指摘されています。

株式市場は冒頭に述べたとおり低調な状況にあり、現在のところ時価発行増資は中止状態が続いておりますが、今後株式市場が回復しても、以上のような問題について十分な検討を行うことなく再び大量の時価発行増資が行われることになれば、株式市場に対し悪影響を与える恐れがあります。したがって、証券市場の健全な発展のために、このような問題について十分な検討が行われ、適切な改善策が講じられることが必要と考えられます。

現在、証券業協会において時価発行増資等の問題点及び必要な改善策について検討が行わ

れておりますので、時価発行増資の再開については、このような検討の状況を考慮しつつ、株式流通市場に与える影響を十分に見極めて判断される必要があると考えております。

② 株式公開制度の改善

株式の新規公開制度については、新規公開株の価格形成や配分等について問題が生じたことから、平成元年4月に一部入札制度を導入する等、抜本的な改善が図られました。その後、昨年8月の総合経済対策を受けて、公開価格の決定方法、入札手続き及び公開時期の平準化等について、改善策がとりまとめられたところであります。

現在は、このような改善策に基づき、また、株式市場の状況を慎重に見極めながら、一部緩和が行われているところであります。

今後とも、株式公開制度については、公開株の適正な配分等の問題や株式市場への新たな資金の誘引等として活用できないかなど種々の観点から、引き続き検討が行われ、株式市場の一層の活性化が図られることを期待しております。

以上、最近の市場の活性化と整備について述べましたが、今後も引き続きこうした施策が証券市場に好影響を与えることを期待するとともに、行政当局としても必要な市場環境の整備に努めていきたいと考えております。

2. 効率的な市場の確立

証券市場が日本経済の基盤として機能するには、以上のような施策により市場が活性化することに加え、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が求められます。ここでは、こうした効率的な市場の確立という観点から、証券会社及び投信委託会社の新規参入と大口取引に係る株式委託手数料の自由化について述べたいと思います。

(1) 新規参入による競争の促進

新規参入による有効かつ適正な競争を促進するとともに、資本市場の健全な発展を図る観点から、銀行・証券の相互参入を主要内容とする金融制度改革が本年4月からスタートいたしました。

金融制度改革の影響については、各々の証券会社の業務内容等により異なるところはあるでしょうが、いずれにせよ、新しい制度的枠組みの下では、証券会社の皆様には従来に増した創意工夫と厳しい経営努力が求められることとなります。

私どもとしては、今後とも金融制度改革の円滑かつ着実な実施に一層努めていきたいと考えておりますが、皆様におかれても、金融・資本市場の環境の変化に対応した業務の展開を行う等、金融制度改革の趣旨が十分活かされることが期待されており、より一層の努力をお願いいたします。

なお、既に営業を開始している銀行の証券子会社並びに今後設立が計画されている一部の信

託銀行の証券子会社におかれては、証券界の一員として順調に発展し、今回の金融制度改革の理念の実現に寄与されることを期待しております。一方、複数の証券会社におかれては、信託銀行子会社設立のための手続きが進められているところではありますが、新しい分野で着実に発展されることを期待しております。

また、投資信託についても、競争を促進し、多様な商品開発の促進等を通じ投資者利益に資するとの観点から、昨年4月に新たに投資一任会社を設立母体とする投信委託会社の設立を認める等を内容とする免許運用基準の改正を行いました。これを受け、投資一任会社等より新規参入の申請があり、現在これについて審査中であります。

(2) 大口手数料の自由化に向けて

効率的な市場の確立の方法としては、以上述べましたような新規参入による競争の促進のほか、大口取引に係る株式委託手数料の自由化があげられます。

株式委託手数料については、昨年1月の証券取引審議会報告及び本年3月の作業部会報告書の線に沿って、10億円を超える取引金額部分に対する手数料について、原則として、来年4月を目途として自由化を図る所存であります。

証券会社等においては、システム対応等、所要の準備を進めていることと思いますが、この大口手数料自由化は、証券会社の業務及び経営にも影響を与えと考えられますので、経営の効率化に一層努める必要があるものと考えます。

なお、大口手数料自由化は、投資家の投資行動、証券会社の業務活動等証券市場に様々な影響を与えるものと考えられることから、行政当局としては、作業部会報告にもあるとおり「自由化実施後、2～3年毎に今回の自由化の現実の影響を検証していくこととする」所存であります。

3. 行政手続きの簡素化

安定的で活力ある市場環境の確立のためには、行政についても、効率化、合理化が求められることは言うまでもありません。そのためには、証券取引に係るルールの明確化、手続きの簡素化を図ることによって、行政が自ら関与すべき分野を明確にしていこうといったことが必要であると考えております。こうした観点から、昨年、通達・行政指導について、口頭指導を原則として廃止したり、また、通達を自主規制ルールへ移行したりすることにより、全面的な整理・統合を行ったところでもあります。

最近においても、業界の要望を踏まえ、本年3月に法定帳簿等証券事務の合理化等について側面的な支援に努めたほか、さらに証券会社の事務の合理化に資する観点から、報告書等の簡略化に向けて検討を行っているところでもあります。

また、投資信託についても、現在は個々の商品毎に信託約款の承認を要することになっていま

すが、その手続きの簡素化を図ることも、今後の検討課題の一つであると考えられます。

さらに、店舗等の認可承認手続きの簡素化等についても、検討してまいりたいと考えております。

今後とも、行政としては、取引の公正確保、ディスクロージャーの充実といった投資家保護のための規制については、その適正化を図る一方、市場の効率化、合理化を図る観点からは、出来る限り必要な規制の緩和等に努めていきたいと考えております。その際、証券会社をはじめとする市場関係者から建設的な意見を積極的に吸い上げる方途についても検討したいと思います。

III 公正で透明な市場の確立

証券市場が本来の機能を発揮し、自由主義経済の基盤となるためには、安定的で活力があることと並んで、公正で透明であることも、投資者保護や信頼確保の観点から不可欠であります。

1. 公正で透明な市場環境の確立

(1) 証券取引等監視委員会の設置

公正で透明な市場環境の確立という観点から、まず、証券取引等監視委員会の設置等について申し上げます。平成3年の証券市場をめぐる損失補填等一連の諸問題の反省に上に立ち、証券市場の公正性を確保する観点から、証券市場におけるルールの遵守状況の監視については、行政部門から独立性・中立性を保ち厳正に検査等を行う機関が必要であるとの考えの下に、平成4年7月に証券取引等監視委員会が発足いたしました。

委員会発足後1年が経過いたしました。これまでに大蔵大臣に対して勧告を行ったほか、犯則事件に関して告発を行うなど、委員会は着実にその実績を積んできていると思われ。委員会の活動は、投資者の証券市場に対する信頼を確保し、国際的にも日本の証券市場への評価を高めることにより、証券市場にとっても好ましい影響をもたらす、市場の健全な機能発揮に資するものと考えております。

今後とも、証券市場、証券取引の公正性・透明性の確保に向けて、委員会が十分活動されることを期待するとともに、行政においても検査等の結果を基に必要な行政上の措置等をとってまいり所存であります。

(2) 自主規制機関としての証券業協会の機能発揮

次に、自主規制機関としての証券業協会の機能についてお話ししたいと思います。

既にご承知のとおり、昨年7月の法改正において証券業協会は自主規制機関としての位置づけがより明確化され、その機能が強化、拡充されたところでもあります。

証券取引の持つ高度の専門性、技術性に鑑みずと、取引業務に精通した市場参加者による

規制にある程度委ねる方が効率的であると考えられ、さらにこうした方針は、免許制のもとにおいて、相当程度規制緩和を図り、皆様方の経営責任において証券業を営んでいただくという、今後の証券行政の大きな方向性にも合致しております。

このような全体の流れの中で、証券業協会が果たすべき役割はますます大きなものになると考えますが、ここで何よりも重要なのは、公正で透明な市場環境の確立に向けて努力をすべき責務を負っているのは、証券会社をはじめとする全ての市場関係者であるという点です。的確な自主規制ルール策定、遵守状況の厳正なチェック等証券業協会に与えられた機能は、あくまで証券会社の皆様自身が払うべき努力を側面から支援するものとして位置づけられることを確認していただきたいと思います。

(3) 証券会社の適正な営業姿勢の確立

公正で透明な市場の確立のために、今一つ是非とも必要なことは、証券会社に適正な営業姿勢が確立されることです。

この点につきましては、法改正において行き過ぎた大量推奨販売行為の禁止、誠実・公正の原則、適合性原則が盛り込まれ、また、昨年4月には証券業協会による証券営業ガイドラインの策定、さらにその内容の明確化、周知徹底等を目的とした営業ルール照会制度の実施、営業責任者資格試験及び内部管理責任者資格試験の創設がなされたところであります。

このような適切な営業姿勢の確立に向けた環境の整備に一層努めていくことも重要ですが、やはり、いかにして法令、規則等に準拠した適正な営業活動の遂行を確保しつつ、投資者に信頼される適切な投資勧誘を積極的に行っていくかということは、証券会社の役職員及び外務員一人一人の問題にほかならないと思います。

また、投資者には、投資のリスクを承知した上で証券市場に参加していただくことが求められます。私ども行政当局を含め、証券界全体をあげて投資者に対して自己責任を啓蒙していくことが大切であると思います。

証券市場と、投資者、資金調達者との間をとりもつ公共性・公益性の強い仲介者の責務として、このような観点に立った適正な営業姿勢の確立に努めていただきたいと思います。

2. ディスクローチャーの改善

続いて、ディスクローチャーの改善について申し上げます。

公正で透明な証券市場の確立のためには、ディスクローチャー制度をより有効性の高いものとしていく必要があります。

証券取引法におけるディスクローチャー制度は、有価証券の発行・流通市場において投資者が十分に投資判断を行うことができるような資料を提供するため、有価証券報告書、有価証券届出書等により、有価証券の発行会社の事業内容・財務内容等を事実に基づき、正確かつ明瞭に開示し、

それを基礎として、投資者にその責任において有価証券の価値及びその他投資に必要な事項の判断をさせようとする制度であります。

その根底にある思想は、投資者が投資をするかどうかの決定は、いわゆる投資者の自己責任の原則によって行われるべきものであるが、投資者が合理的な判断に基づいて有価証券へ投資を行うためには、有価証券の価値判断に必要な情報が開示され、投資者に有効に利用されることが投資者保護のため必要であるという考え方に基づいています。

最近の我が国企業の資金調達その他経営活動の多角化、国際化等の進展に伴い、ディスクローチャー制度をめぐる環境は、著しく変化してきております。このような状況も踏まえ、投資者に対して企業実態を適正に反映した的確な情報を提供する必要があるとの観点から、ディスクローチャー制度の一層の改善を行い、企業の事業内容・財務内容等についての透明性を確保することが求められているところであります。

こうした観点から、近年においては、企業会計審議会の答申などを踏まえ、ディスクローチャーの改善に努めているところであり、本年3月には、セグメント情報について連結財務諸表規則等を改正し、平成9年までに段階的な充実が図られていくこととなっており、日本公認会計士協会において、実務上の指針を作成する予定であります。

また、本年6月には、企業会計審議会において「リース取引に係る会計基準に関する意見書」が報告され、今後、意見書の趣旨・内容の周知期間、実務指針の作成期間等を考慮して、平成6年4月1日以降開始する事業年度から段階的に実施することとし、所要の省令改正等を行う予定であります。

さらに、金融制度改革に伴うディスクローチャー制度の整備も行われており、今後とも、投資者の保護に資するため、有価証券の価値判断に必要な情報が正確かつ公平に開示され、投資者に有効に利用されるよう、ディスクローチャー制度の一層の充実に努めてまいりたいと考えております。

IV 証券会社の経営の安定

以上、安定的で活力ある市場、公正で透明な市場を確立するための諸施策について申し上げましたが、証券市場が本来の機能を発揮するためには、これらの諸施策による市場環境の整備に加え、市場仲介者たる証券会社の果たす役割が重要であります。そして、証券会社が市場の担い手として重い社会的責任を果たしていくためには、その経営の安定が不可欠であります。

1. リストラの一層の徹底

大変厳しい経営環境にあつて、各証券会社では、既に経営の合理化・スリム化に向けて真剣に

取り組まれております。

このような経営努力は、仮に、一時の市況好転によりその意義が一見後退したかにみえるような場合が生じたとしても、安易に放棄されるべきではないことはいうまでもありません。日本経済が既にかつての高度成長期から安定成長の時代へと進展し、また、バブル期に追求されたスケールメリットがもはや期待できない以上、証券会社をとりまく環境はこれからも厳しい時代が続くことをしっかりと認識すべきであります。

平成5年3月期の収支状況を国内209社ベースでみますと、経常損失が約4,800億円と、昨年に引き続き大幅な赤字となっております。このように厳しい内容の決算となったのは、主として、株式等の委託手数料に大きく依存した収入構造のため市況の影響を直に受ける体質となっていることに起因するものと考えられます。

こうした従来の収益構造からの脱却に向け、投資者のニーズの多様化・個別化を踏まえて、将来的に証券会社がいかにして独自性を打ち出していくかという努力を、絶えず重ねてゆくことが大変重要であると思います。

また、保護預り手数料等のあり方について、様々な考えがあると聞いておりますが、コストに見合った収入の確保という観点から、証券業協会をはじめ関係者間において様々な議論が行われることも望ましいと思います。

証券会社には、引き続き各社経費の節減に努めつつ、例えば、中小証券会社において投資信託等特定の商品、サービスへの専門化を図る、あるいは地域社会に密着した営業活動を通じて、個人のニーズをキメ細かくくみ上げ、多様な投資者の市場参加を促す等、新たな経営の展開が積極的に図られることが望まれます。

このような合理化と新しい経営展開といったリストラクチャリングについての皆様の努力に対しては、行政としても具体的な要望があれば適切に対応してまいりたいと思います。

2. 証券会社の事故対策等リスク管理の徹底

さらに、証券会社の経営の安定のためには、事故対策等のリスク管理の徹底が是非とも必要であります。

一昨年の損失補填問題の後においても、残念ながら、いわゆる証券不祥事が多発しており、また、その金額も大型化しております。

こうした不祥事の発生は、当事者である証券会社のみならず、証券市場そのものに対する国民の信頼を損なうことになることを、今一度、強く自覚していただきたいと思います。そして、それと同時に、日々の営業活動で営々と積み上げてきた収益を一瞬にして喪失してしまうという意味で、財務面にも多大な影響を与えるものでもあることに思いをいたすべきであります。その意味から、事故対策等のリスク管理は、何をにおいてもまず、各証券会社の経営者が負うべき当然の

責務であるとの認識をしっかりと持っていただくことが大切であると考えております。

既に各証券会社において、内部管理体制の強化、社内研修の充実等具体的な対応策について、検討・実施されていると聞いておりますが、この際、今後はリスク管理を営業政策と並ぶ重要な柱として位置づけ、確固とした未然防止体制の構築に向けて一層の努力をしていただくようお願いいたします。

V 投資信託制度の見直し

次に、投資信託制度をめぐる問題について申し上げます。

1. 見直しの必要性

先ほども申し上げましたとおり、個人投資家の証券市場への参加を促進することにより、証券市場のすそ野を拡大することは、現在の証券行政の重要な課題の一つではありますが、投資信託は、証券市場に直接参加することが困難な投資者に対し間接的な形で証券投資への道を開くとともに、証券市場の活性化、安定化にも資するという機能を有しております。

我が国の投資信託の現状を見ると、公社債投信は、昨年5月から発売された大型新商品のMMFを中心として好調に推移しておりますが、株式投信は、近年の株式市場の低迷等もあり解約・償還額が設定額を依然上回っております。また、多くのファンドが元本割れにより償還延長を余儀なくされるといった厳しい状況が続いています。このような状況を踏まえると、投資者のニーズに即した良質の商品を適切に投資者に提供していくことや運用実績の向上等が従来にも増して強く求められていると考えております。

さらに、金融・資本市場における自由化、国際化の進展や金融制度改革の実施等、投資信託をめぐる環境は、近年大きく変化しておりますが、これらの環境変化に現在の投資信託の制度、実態が必ずしも十分に対応できていない面もあるのではないかと考えられます。

投資信託についても、競争を促進し、多様な商品開発の促進等を通じ投資者利益に資するとの観点から、既に新規参入の促進等の施策が講じられているところではありますが、以上のような状況を踏まえると、我が国の投資信託について、その現状を今一度見直すことにより問題点を洗い出すとともに、今後の望ましいあり方について、幅広く検討を行うことが現在の証券行政の一つの重要な課題ではないかと、私は考えております。

2. 見直しの視点

我が国の投資信託について、その現状を見直し、望ましいあり方を検討していく際の視点としては、投資者保護の徹底、投資信託の機能発揮、投資信託制度の国際的調和といった点が重要で

はないかと考えております。

まず第一は、投資者保護の徹底の視点であります。

我が国の投資信託については、ファンドの運用方針、運用成績等についての情報が必ずしも十分に投資者に提供されていないのではないか、あるいは時として投資者の利益を損なうような形で運用が行われているのではないか、証券会社による乗り換えの勧奨がなされているのではないといった指摘が依然なされております。

もちろん現在も、投資信託について一定の投資者保護の枠組みが整備されてはおりますが、現在の枠組みで投資者保護の徹底が十分に図られるのかどうか等について、再度検討を行う必要があるのではないかと考えております。

第二は、投資信託の機能発揮の視点であります。

我が国の投資信託の現状についてみますと、例えば、投信会社の親証券会社からの独立性が十分でないことから、証券会社主導の商品設定が商品内容や設定時期について行われており、必ずしも投資者のニーズに即した商品が提供されていないのではないかと指摘や、投資対象を含め商品性に制約が多いといった指摘がなされております。

こうした指摘も踏まえ、現在の投信の問題点及びその是正策について検討する必要があるかと考えております。

第三は、投資信託制度の国際的調和の視点であります。

我が国の投信制度は、昭和26年に証券投資信託法が施行されて以来、若干の制度改正等はなされたものの、基本的枠組みは変更がなされないまま現在に至っており、例えば、外国投信の我が国での販売が制度上全く想定されていない等、国際的な取引や制度の国際的調和といった面からみるといろいろと問題があるのではないかと考えております。したがって、投信制度についても諸外国の制度との比較を十分にを行った上で、見直すべき点は見直していく必要があるのではないかと考えております。

投資信託については、以上申し上げましたような問題意識に立って、既に私どもで投資信託の現状を今一度見直すとともに、問題点を洗い出す作業を現在行っているところであり、また、その一環として若手の実務家の方々をメンバーとした勉強会を設け、投資信託の現状とその問題点について意見をお聞きしているところであります。

我々としては、これらの作業を通じて浮かび上がってきた様々な問題点について、その改善のためにどのような方策が考えられるのか検討を進めてまいりたいと考えております。

その場合、改正の方向によっては、法制度の改正を要するものと、運用で実施しうるものがあるかと思えます。後者の運用で実施しうるものについては、改善策について成案が得られたものから速やかに実施してまいり所存であり、その第一弾として、行政手続きの簡素化の項で申し上げた個別信託約款の承認制の見直しに取り組んでみたいと考えております。

VI その他の課題

今まで申し上げてきた以外の証券行政に係る問題について、二三お話ししたいと思います。

1. 自己株取得規制の見直し

第一は、自己株取得規制の見直しについてであります。

自己株の取得・保有規制については、かねてより産業界を中心に規制緩和を求める要望がなされてきたわけですが、平成5年4月の新総合経済対策において「自己株式の取得及び保有に関する規制の見直しについて、次期通常国会までに結論を得、所要の対応をすべく検討を開始する」ことが盛り込まれました。この問題は、資本充実・維持の要請、株主平等原則、会社経営の公正の確保といった会社法の根本理念に係わるものであることから、現在法制審議会において検討が行われております。法制審議会において自己株式の取得及び保有規制の見直しの方針が打ち出される場合には、インサイダー取引、株価操縦といった不正取引との関連について、証券取引の公正の確保という観点から、どのような対応をしていくべきかについて、検討してまいりたいと考えております。

2. 振替制度の定着に向けて

第二は、株券等保管振替制度についてであります。

株券等保管振替制度については、財団法人証券保管振替機構が平成3年10月から段階的に実施に移してきていますが、昨年10月から、対象銘柄は、全ての上場株券、店頭登録株券等に拡大されました。

しかし、その実施状況は、株式市況の低迷等を反映して、保管残高は7月末で175億株と発行済株式全体の約5%に留まっており、その利用は低調と言わざるをえません。

有価証券の簡易・迅速・安全な発行・流通の確保、事務の省力化といった株券等保管振替制度の機能が十分発揮されるためには、証券保管振替機構において事業の一層の効率的かつ確実な実施が望まれるのはもちろん、その事業の質的かつ量的な拡大と定着が不可欠であります。

この度、J R東日本株式の売出しに際し、保管振替制度により株券交付手続きを行うよう関係者において準備が進められているところでありますが、この制度の利用により株券交付の事務負担の軽減や交付までの期間短縮が図られることになります。証券会社の皆様におかれましては、本制度が証券会社の事務省力化、バックオフィスの合理化等にも資することを踏まえ、効率的な証券会社経営の観点からも、この保管振替制度の一層の活用に向けて建設的な検討をしてはいかかかと考える次第であります。

3. 最近のIOSCOの動向

次に、最近のIOSCOの動向について申し上げます。

(1) IOSCOの活動状況

証券市場の国際化、証券取引のグローバル化を背景に、近年、証券規制の国際的ハーモナイゼーションや、証券規制当局の国際的協調に向けての取組が急速に進展しつつあります。その中心的な役割を果たしている機関は、世界の主要証券規制当局が参加するIOSCO（証券監督者国際機構）ですが、証券局は、ニューヨーク、ロンドンと並ぶ世界の三大市場の一つである東京市場を監督する立場から、IOSCOにおける国際的な取組に従来より積極的に貢献してきております。特に、流通市場規制に関する諸問題の検討を行っているIOSCO専門委員会流通市場部会では、議長を務め、部会運営の主導的役割を果たしております。

また、IOSCOにおいては、近年の国際的な資金調達の高効率化に対応し、多国間公募の効率性を高めるために、ディスクロージャー制度の国際的調和に向けて検討が行われております。このようなディスクロージャー制度の国際的な調和の動きについては、財務諸表の比較可能性が高まることにより投資者の投資判断に資すること、及び国際的な資金調達の効率性が高まることになれば企業にとってもメリットがあることから、基本的には望ましいものと考えておりますが、各国の制度・慣行等の違いといった事情も踏まえつつ、我が国にとって受入れ可能な形でディスクロージャー制度の調和が図られるよう、今後とも積極的に検討に参加してまいりたいと考えております。

(2) 1994年IOSCO東京総会の開催

続いて来年に開催されますIOSCO東京総会について申し上げます。

第19回IOSCO総会は、1994年10月17日から21日の5日間、東京において、我が国の主催により開催されることとなっております。

総会期間中は、IOSCO会員の内部会合に加え、幅広い一般の参加者の出席を想定し、世界の著名な証券関係者を講師としてお招きして、パネル・ディスカッション等が行われる予定です。

我が国は、1988年にIOSCOに加盟して以来、その活動に積極的に参加してまいりましたが、明年IOSCO総会が東京で開催されることは、世界の三大市場の一つに発展した東京市場がさらに向上を図るためにも重要な機会であると思います。また、東京総会には世界の証券関係者の多数の参加が見込まれますが、これは皆様にとっても、国際的な人的交流や情報交換の良い機会となることと思います。

証券局は、東京総会の成功に向けて今後十分準備を進めてまいることとしておりますが、皆様方の積極的な御参加、御支援を賜れば幸いです。

4. 証券税制について

最後に、証券税制についても一言触れておきたいと思います。

証券税制には、配当課税のあり方のように税の基礎理論にかかわる中長期的なテーマと、市場の活性化等の観点から当面対処すべき短期的なテーマの両方があります。

中長期的なテーマは、税体系全体に及ぶ問題であり、例えば、日本証券業協会からの委託を受けて日本証券経済研究所に設置された「証券税制研究会」等で時間をかけて検討していただければと思います。

短期的なテーマについては、今後、年度改正作業の中で検討が進められていくこととなりますが、昨今の厳しい財政事情に鑑みると、大幅な減収を伴う税制改正は、現実問題としてなかなか難しいのではないかと考えざるをえません。私どもとしては、こうした事情を考慮しつつ、皆様方の現実的な意見をもとに、真に必要で合理的な税制改正要望をとりまとめてまいりたいと考えております。

おわりに

以上、証券市場をめぐる諸問題について、私どもの考えを述べてまいりましたが、最後に重ねて以下の点を強調して締めくくらせていただきたいと思います。

我が国の証券市場は、なお引き続き厳しい状況にあり、その中で取り組んでいくべき課題は、これまで申し上げてきたように山積いたしております。しかしながら、国民経済全体に占める証券市場の役割の重要性に鑑みますと、市場関係者、市場参加者、行政の各々が「公正・信頼・効率・安定」の見地に立ち、市場がその機能を維持するよう努力していかねばなりません。その際、特に証券会社をお願いしたいのは、個人投資家の投資を促進し、市場のすそ野を拡大するという、いわばリーデルの重視、経営を安定させるためのリストラクチャリング、そしてリスク管理という3つのRであります。

もちろん行政といたしましては、広く皆様方の声にも十分耳を傾けつつ、必要な市場の整備と規制緩和に努め、その責務を果たしていきたいと考えています。今後とも、一層のご理解とご協力を賜りますようお願いいたします。

最後に、皆様方のますますのご発展を祈念いたしまして、私の講演を終わらせていただきます。