



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

ただいまご紹介をいただきました証券局長の日高です。本年も引き続きよろしくお願いいたします。

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ましたこと、大変意義深いものと考えております。

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について、お話し申し上げたいと思います。

1. 私は、昨年の証券局長就任以来、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きました。

第1番目の「公正」については、自主規制機関たる証券業協会、取引所を始めとする市場関係者等の努力により、公正な取引環境の整備は着実に進展してきていると思っております。

第2番目の「信頼」については、一時不幸な時代はありましたが、最近では、証券会社の内部管理体制の充実等により、証券界及び証券市場に対する信頼回復も着実に進んでいるものと思っております。

第3番目の「効率」については、金融制度改革の実施に伴う新規参入や大口取引に係る株式委託手数料の自由化、また、数次に亘る手続きの簡素化や規制の緩和等の実施により、効率的な市場の確立等が図られてきております。また、証券会社経営についても、各社においてリストラ努力をされ、経営の効率化が図られているものと存じます。

最後に、「安定」については、前述した公正、信頼、効率の諸条件が満たされることによって、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ですが、全体としては、安定の方向に向かって確実に歩み出していると思っています。

本年度も引き続き、市場関係者、市場参加者、行政の各々が、こうした基本的考え方に沿って証券市場をめぐる諸問題の解決に努めていく必要があると考えます。

2. いわゆるバブルの発生・崩壊の過程において、資産価格の急激な上昇及び低下が国民経済全体に及ぼした影響も踏まえ、大蔵省としては、一昨年来、証券市場の活性化等のために諸施策を講じてきました。

特に、手続きの簡素化、規制の緩和等については、昨年9月の「緊急経済対策」を踏まえ、昨年9月及び12月の2回にわたり、証券会社等に通知、公表し、着実に実施してきたほか、本年3月の「対外経済改革要綱」を受けて、証券関係規制の見直しを行い、本年7月に閣議決定された「今後における規制緩和の推進等について」においても数項目盛り込みました。

こうした諸措置により、商品性の多様化を通じた社債市場の活性化や、報告書の簡略化等を通じた経営コストの削減などが図られてきているところです。

3. 私どもとしては、証券市場が国民経済の重要な基盤であるという考え方に立ち、今後とも引き続き、こうした市場活性化策等に取り組み、安定的で活力ある市場の確立等に努めていきたいと考えております。

II. 株式市場の活性化

1. 株式市場の動向

まず、最近の株式市場について申し上げます。株価は、年初からの外国からの投資の増大により、本年3月末には4年ぶりに対前年度比プラスに転じ、その後も、企業業績の回復期待等から6月1日には21,000円を回復いたしました。しかし、その後、急速な円高の進行の企業業績に与える影響への懸念等から、20,000円から21,000円の間で小動きに推移しております。

他方、一日平均の売買高は、1～3月は4億1,000万株と堅調に推移し、4、5月は3億2,000万株とやや減少したものの、6月は4億8,000万株と再び増加しました。しかし、7、8月は投資家が急速な円高の進行の企業業績に与える影響への懸念等を背景に売買を手控えていることから、極めて低調に推移し、2億7,000万株となっております。

2. 株式市場の活性化策

このような現状に鑑みますと、引き続き、市場の活性化が喫緊の課題であると考えます。

市場の活性化については、基本的には、景気回復を通じた企業業績の回復の進展等により図られていくべきものでありますが、従来より、大蔵省としては、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の考えに立ち、数次にわたる経済対策等においても、そのための諸施策を講じてきました。ここでは、今後の株式市場の活性化策について述べたいと思います。

(1) 株式市場のすそ野の拡大

まず、株式市場のすそ野の拡大について申し上げます。

今後の株式市場の発展のためには、引き続き、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、株式市場のすそ野を拡大していくことが重要であると考えております。

こうした観点から、株式投資の魅力を高める方策、あるいは小額の資金による株式投資を可能とする方策を、着実に実施しており、少しずつその成果も現れていると思います。

具体的には、まず、株式分割と投資単位のくくり直しがあげられます。実施会社数を見ると、株式分割については、1:1.5以上の株式分割を行った会社は5年度は4社、6年度は9社となっております。投資単位のくくり直しについては、5年度は19社が実施、6年度はこれまでに42社が実施し、2社が実施予定と聞いています。また、全国上場企業のうち3年度から5年度までにくくり直しを行った32社、及び1:1.5以上の株式分割を行った9社について見ると、くくり直しを実施した会社の平均で個人株主数は対前決算期比で222%増、株式分割を実施した会社の平均では82%増と大幅に増えております。全国上場企業の平均では、1.9%の増加に留まっており、個人株主の増加を促すという意味で、この投資単位のくくり直しと株式分割は非常に大きな効果があると考えられます。

次に、株式累積投資制度は、昨年2月の実施以来順調に拡大し、本年6月末で100万口座近くになっています。小さいものでも積み重なると大きな力になり、長い目で見て、この制度は、個人投資家の安定的な株式投資を促進し、これからの証券市場のすそ野の拡大に大きく貢献することが期待されます。

更に、投資信託についても、今後個人投資家を証券市場に呼び戻す役割が期待され、そのためにも制度の改革が必要と考えています。本年6月に投信研究会において報告書がまとめられたところであり、これに基づき、現行法のもとで可能な改善策を本年秋から年末の間を目途に取りまとめを行いたいと考えておりますが、これについては後ほど述べさせていただきます。

大蔵省としては、こうした諸措置を今後とも継続していく方針であります。また、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、引き続き地道な努力をお願いしたいと思います。

(2) 日経300の定着方策

次に、日経300の定着促進措置について申し上げます。

株価指数先物・オプション取引は、昭和63年に我が国に導入されて以降、順調に拡大してきましたが、平成2年から4年頃にかけての株価下落局面において、先物取引が現物市場に与える影響について様々な議論が行われました。

このような議論をも踏まえて、大蔵省は、平成4年12月に、株価指数先物取引等について、現物・先物両市場における協調的な市場管理及び不公正取引規制の整備並びに加重平均方式の

新指数の導入等を柱とする改善の基本的方向をとりまとめました。

その後、この基本的方向に沿って、関係者において努力が積み重ねられた結果、本年2月14日より、大阪証券取引所において加重平均方式の日経300を対象とした先物・オプション取引が開始されるとともに、サーキット・ブレーカー制度の導入等の市場管理の改善が実施されております。

日経300は、加重平均型であり、流動性の高い銘柄から構成されるなど、投資家のリスク・ヘッジ・ニーズへの対応、現物市場に与える影響等の観点から見て、より優れた指数であります。このため、日経300先物・オプション取引の導入に合わせて、定着促進のための措置を講じたところであります。

しかしながら、その定着のペースは、期待していたものよりも遅れがちとなっております。もちろん、日経225先物・オプション取引と同様、新しい先物・オプション取引の定着には、ある程度の時間が必要であります。日経300先物・オプション取引の一日も早い定着を図るため、今回、更なる定着措置を講じたところであります。

今回の新たな定着促進措置のうち、日経300先物取引等に係る委託証拠金率及び取引証拠金率の引下げ並びに最低取引単位の撤廃については、今月15日より既に実施されております。また、日経300の権利行使期間が2～3年程度の長期オプションの導入については、来年早々にも導入できるものと考えております。

また、このほか、関西の証券界からご要望のあった取引所に上場するタイプの日経300指数連動型投信の検討も進めているところであります。

先物・オプション市場での一層の規制緩和は、日経300先物、オプション取引の定着に合わせて推進すべきものと考えており、それが我が国の先物・オプション市場の健全なる発展と現物市場の安定に資するものと信じております。そのような観点から、日経300先物・オプション取引の定着のため、私どもとしても、引き続き、効果的な措置について検討を行う等、今後とも最大限の支援をしまいる所存であります。同時に、関係者各位のご尽力を賜りますよう、お願いする次第であります。

(3) 時価発行公募増資の要件緩和

次に、時価発行公募増資について申し上げます。

ご承知の通り、時価発行公募増資は、昭和62年から平成元年にかけて大量に行われた後、平成2年4月以降、株式市場が低迷する中で休止状態にありました。

しかしながら、時価発行公募増資は企業が株式市場を通じて資金調達をするという、資本市場の重要かつ代表的機能の一つであります。そこで、昨年12月、過去的大量発行がその後の株式市場の需給の圧迫要因となった等の問題点や株式市場の状況を総合的に勘案し、当面、株主・投資家にとって望ましい、投資魅力のある銘柄について時価発行公募増資を再開すること

といたしました。

また、証券業協会におきましても、時価発行公募増資に関する研究会を設置し、幅広くその問題点及び改善策の検討が行われ、ブックビルディングや発行登録制度の活用、引受シ団の編成等のマーケットメカニズムに立脚した発行を図るためのルールの改定が行われるとともに、その着実な実施が図られております。

以上のような環境整備を受けて、現在までに12銘柄について総額約594億円の時価発行公募増資が行われており、株式市場の活性化にも好ましい影響を与えていると理解しております。

しかしながら、このガイドラインはあくまで当面の措置であります。今後、民間企業の資金需要や時価発行公募増資の実施状況、証券業協会等における幅広い改善策の定着の状況、株式市場の状況等を見極めながら、その基準の緩和を検討していく所存であります。

(4) 新規公開のペースアップ

新規公開については、中堅・中小企業の資金調達需要にできるだけ応え、投資家に魅力ある投資対象を提供することが市場の活性化につながるとの観点から、基本的には、可能な限りその促進を図る必要があると考えているところであります。

新規公開市場は、株式市場の低迷等により平成3年末から事実上停止状態となっていました。その後、このような考え方の下、株式市場の動向にも十分配慮しながら、平成4年5月からは週当たり1～2社の公開、平成5年7月からは週当たり2～3社の公開と、徐々に拡大がなされてきました。更に本年6月から、週当たり3～5社へとペースアップが行われたところでもあります。

これにより、平成6年の新規公開会社数は約120社から約160社へと大幅に増加する見込みであり、このペースを年初から実施した場合には、年間約180社の公開となります。これは過去最大であった平成2年の141社を上回る新規公開会社数であります。

他方、これらの新しい株式が、投資家保護上問題があったり、証券市場への信頼を損ねるものであってはならないことは言うまでもありません。先般、証券業協会において、アイベック事件に関する証券取引等監視委員会の建議も踏まえ、店頭登録審査の一層の充実等審査体制の整備を図って行くための措置が採られたところでありますが、皆様におかれては、今後とも、公開審査のより一層の充実、適正化に努めていただきたいと思います。

なお、店頭公開基準の緩和や現在の店頭市場よりも公開基準の緩い第3市場の創設等を主張する向きもありますが、投資家の自己責任原則が必ずしも徹底していない現状において、安易に基準の緩和等を図ることは投資家保護上の問題を惹起しかねず、当面は、公開を希望して待機している企業が、今回のペースアップによりできるだけ早く公開できるよう配慮してまいりたいと考えております。

(5) J T株式等政府保有株の売却・上場

次に、J T株式等政府保有株の売却・上場について申し上げます。

J T株式の売却については、本年7月29日に入札公告が行われ、8月18日には入札受け付けが終了する等、順調に売却手続が進められていると聞いております。

昨年、J R東日本株式の売却においても、入札・売出しにおいては、売却額の9割以上が株式市場外からのニューマネーであったと聞いており、株式市場への新規の資金の吸入、新規の投資家の開拓に貢献したと考えております。今回のJ T株式の入札・売出しについても、昨年同様、ニューマネー、ニューカスタマー開拓の一助になることを期待しております。

しかしながら、昨年のJ R東日本株式の上場に際しては、J R東日本の株価が乱高下し、それがその後の株式市場低迷のきっかけとなったとの見方があることも事実であります。そのため、昨年12月、「政府保有株式等の上場に関する懇談会」を、証券業協会を中心に、証券会社、取引所、大蔵省の実務担当者をメンバーとして設置し、政府保有株式等の円滑な上場のための方策について検討を行い、本年4月に報告書が取りまとめられました。

今回のJ T株式上場に当たっては、この報告書をも踏まえて、上場初日の値幅制限の導入など円滑な初値形成のための措置を実施する予定であります。証券会社の皆様におかれても、このような趣旨を踏まえ、市場の過熱を呼ぶような過剰な投資勧誘は自粛していただきたいと思っております。

なお、J R西日本株式の売却・上場については、J T株式の売却・上場の状況、今後の株式市場の状況等を十分見極めつつ、その売却のタイミングを含め、今後関係者間で慎重に検討していくことになると考えております。

(6) 株式委託手数料の自由化について

次に、株式委託手数料の自由化について申し上げます。

株式委託手数料の自由化については、平成4年1月の証券取引審議会報告及び5年3月の同作業部会報告を受けて、本年4月より10億円を超える取引金額部分（大口取引）について実施されています。すでにご承知のとおり、本年4月～6月分の大口取引に係る平均手数料率は0.038%と自由化前の固定手数料率（0.075%）に比べ、市場全体の傾向としておおむね半減しております。

いずれにせよ、今回発表された平均手数料水準は自由化がスタートした当初の僅か3か月間のものであり、今後、大口手数料自由化の影響を十分に見極めることが必要であると考えております。

(7) 自己株式取得規制の緩和

次に、自己株式取得規制の緩和について申し上げます。

自己株式取得規制の緩和については、本年6月に商法が改正されたほか、自己株式取得に関

わる取引の公正を確保するため、証券取引法の改正が行われましたが、共に本年10月より施行することとされています。これら一連の措置により、株主への利益還元等のため、企業が自己株式の取得・消却を機動的に行うことが可能となりますが、このことが結果として株式投資の魅力を高め、ひいては安定的で活力のある証券市場の確立につながっていくことを期待しております。

(8) 株券等保管振替制度の定着

次に、株券等保管振替制度の定着について申し上げます。

株券等保管振替制度については、証券保管振替機構において平成3年10月から段階的に実施され、平成4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、保管残高は本年7月末で249億株と発行済株式全体の約7%に留まっており、その定着は当初期待されたほどには進んでおりません。

欧米諸国における先例を見るまでもなく、株券等保管振替制度の定着は、有価証券の簡易・迅速・安全な発行・流通の確保、事務の省力化などにとって欠かせないことであります。

このような観点から、J R 東日本株式の売出しに当たっては、上場前の段階で売出しに係る株券が同制度の適用対象とされましたが、本年秋、売却・上場予定のJ T 株式についても同様の取扱いとなります。また、本年度からは、15億株を超える部分について保管手数料の大口割引が実施されましたが、これによって大口の利用者へ還元すると同時に、保管量の拡大が図られました。

更に、本年5月、法務省と大蔵省の共同で「証券保管振替制度研究会」を設置し、保管振替制度の定着・利用促進等について、関係者間で検討していただいているところであります。同研究会でのご議論を踏まえ、この制度の定着に向け、対応してまいりたいと考えております。

3. ディスクローチャー制度の充実

(1) 最近の状況

次に、ディスクローチャー制度の充実について申し上げます。

株式市場の活性化を考える場合、いわゆる投資家の自己責任原則の徹底が重要な課題であります。投資家が合理的な判断に基づいて有価証券投資を行うためには、発行会社の事業内容・財務内容等についての必要な情報が公平、正確かつ明瞭に開示され、投資家に有効に利用されることがともに、間違った情報が提供されないことが不可欠であります。

証券取引法におけるディスクローチャー制度は、有価証券報告書、有価証券届出書等により、こうした情報を開示させ、それを基礎として、投資家はその責任において投資に必要な判断をすることを可能にする制度であります。また、このような制度の整備により、一層安心し

て投資ができることになり、市場に新たな投資家を呼び込むことにもなると確信しております。

最近、我が国企業の資金調達やその他の経営活動は、ますます多角化、高度化、国際化しております。このように状況が変化する中で、投資家が企業内容等について、的確な情報を得られるように、ディスクローチャー制度の一層の充実を行っていく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、昨年来、リース取引に係る会計基準、オフバランスになっている為替予約の開示、新株引受権付社債いわゆるワラント債に係る会計処理について、関係省令等の改正を通じ所要の手当てを講じてまいりました。

今後、私どもとしては、これらに基づいた適正な会計処理と開示の定着に努めるとともに、引き続き皆様からご意見を賜りながら、環境の著しい変化に対応しよう、ディスクローチャー制度の一層の充実に向けて努力を積み重ねて行きたいと考えております。

(2) 企業会計審議会における今後の審議方針

次に、企業会計審議会について申し上げます。

企業会計審議会においては、本年4月以降、「外貨建取引等会計処理基準」の見直しについての検討を行っていただいております。現行の基準は昭和54年に公表されましたが、その後の我が国企業を取り巻く内外の環境変化には著しいものがあります。昭和59年にいわゆる「実需原則」が撤廃されたことに伴い、先物為替取引が多様化し、更には通貨スワップ・通貨オプション等の金融派生商品も登場しております。この間、我が国外国為替市場も大幅に拡大しております。また、対外直接投資の拡大と企業活動の多角化・国際化に伴い在外子会社を含めた連結財務諸表の重要性が高まってきております。このように現行基準の設定時には予期しえなかった新しい事態が生じてきております。

企業会計審議会では、これまでに外貨建取引等の現状と現行会計基準の問題点についての報告聴取を終え、現在、論点の整理が進められております。今後、外貨建取引等会計処理基準の具体的な見直し案の策定に向けて審議を続け、来年の2月頃までに基準見直し案を公開草案の形で取りまとめていただくことを考えております。

(3) 会計基準等の国際的調和

次に、会計基準等の国際的調和について申し上げます。

I O S C O（証券監督者国際機構）においては、近年の企業の国際的資金調達の活発化に対応し、多国間公募の効率性を高めるため、会計基準等の国際的調和に向けて検討が行われております。

こうした動きについては、これによって国際投資における投資家の判断が容易となる可能性があること、また国際的な資金調達の効率性が高ま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受け止めておりますが、各国には制度・慣行による種々の違いがあるといった事情を踏まえ、我が国にとって受け入れ可能な形でディスクロージャー・会計制度の国際的な調和が図られていくように、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。

Ⅲ. 投資信託の改革

1. 投資信託研究会報告

次に、投資信託の改革について申し上げます。

投資信託の問題については、昨年の代表者研修において、

① 投資信託の機能・役割は、直接証券市場に参加することが困難な個人投資家等の投資家に対し、間接的な形で簡便で効率的な証券投資への道を開くとともに、証券市場の活性化・安定化に資することにあるが、我が国の投資信託、特に株式投資信託はこの機能・役割を十分に果していないといった問題があり、

② 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、今後の望ましい在り方について幅広く検討を行うことが証券行政の一つの重要な課題と考えている、

旨申し上げました。

その後、皆様ご承知のとおり、昨年11月に投資信託研究会を設置し、我が国の投資信託をめぐる諸課題について幅広い検討を行っていただき、本年6月に「投資信託の改革に向けて一期待される機能・役割の発揮のために―」と題する報告が同研究会においてとりまとめられました。

報告では、投資信託が投資家の信頼を得るとともに、証券市場のすそ野の拡大、証券市場の活性化・安定化といった期待される機能・役割を十分に発揮していくよう、投資信託に係る諸問題をディスクロージャー、公正取引ルールや投資信託の設定・運用及び販売等10項目に整理し、具体的な改善方策等の提言が行われており、今後の投資信託のあるべき姿が示されております。

2. 投資信託改革の実施

投資信託研究会の報告を受け、私どもは現在、投資信託協会や証券業協会、関係業界等の関係者とも協議しつつ、投資信託改革の具体化に向けた検討作業を進めているところであります。

具体的には、第一に、ディスクロージャーの充実と公正取引ルールの整備であります。我が国の投資信託については、その運用がどのようになされているのかよくわからないとの批判があり、また、時として投資家の利益に沿った運用が行われていないのではないかといった懸念も根強くあり、これらが我が国において投資家の投資信託に対する信頼が未だ十分確立していない一

因となっております。投資家の投資信託への信頼を確立していくためには、ディスクロージャーの充実や公正取引ルールの整備により資産運用についての透明性、信頼性を高めていくことが不可欠の課題であります。

第二は、運用規制等の見直しや、パフォーマンス評価の確立であります。より良いパフォーマンスの実現という投資家のニーズに応えていくため、従来の各種運用規制等については見直しを行うとともに、委託会社や証券会社間のパフォーマンスを中心とした競争を投資信託のパフォーマンス評価の確立により促進していく必要があります。また、中長期の資産運用ニーズに対応した投資信託の設定、運用能力の向上、パフォーマンスの良否を踏まえた適切な投資信託販売等も必要であります。

第三に、外国投資信託の問題や、研究会として結論が得られなかった事項、すなわち、私募投資信託、投資信託委託業務と投資一任業務の併営等の制度的な問題についても、研究会における議論を踏まえ、検討を続けてまいりたいと考えております。

第四に、MMFや中期国債ファンドの商品性の改善については、本年10月よりMMFの最低購入単位を50万円から10万円に引き下げること等を既に決定いたしました。報告書にもありますとおり、安定的で活力ある効率的な証券市場の確立のため、投資信託に期待されることは極めて大きく、投資信託の改革を実施することは現下の喫緊の課題であります。こうしたことから、私どもとしては、今般の投資信託改革は可能なものから出来る限り早期に実施に移していく必要があると考えており、まず現行法のもとで可能な改善策を秋から年末の間を目処にとりまとめることとしたいと考えております。

3. 償還延長ファンドの期限切れ問題

また、平成4年より、元本割れのまま償還期限を迎えたファンドについて償還期限の延長が行われておりますが、これらのファンドの満期が来年2月以降順次到来することとなります。御承知のとおり、これら償還延長ファンドの多くは現在も依然として元本割れの状態が継続しております。これについては、リスクキャピタルである投資信託について、元本割れであるということ

を理由に単純に償還延長を繰り返すといったことは好ましいことではないと考えております。これが私どもの基本的な考え方ですが、一方、償還延長ファンドの満期到来時には種々の問題等が投資家との間で生ずることが予想されます。私どもでは現在、償還延長ファンドの現状や投資家の状況、満期到来時に予想される問題等についてのヒアリング等を行っておりますが、証券各社においても満期到来時にどのような問題が生ずるのか、また問題を最小限とするためには今後どのように対応していく必要があるかについて、検討を進めていただきたいと思います。

以上、投資信託の問題について申し上げます。私どもとしては、今後償還延長ファンドの満

期到来により投資信託に対する投資家のイメージが悪化することのないよう、また、投資信託が証券市場のすそ野の拡大、証券市場の活性化、安定化といった期待される機能・役割を十分に発揮していくよう、投資信託の改革に早急にかつ精力的に取り組んでまいりたいと考えております。関係者の皆様のご協力をお願い申し上げます。

Ⅳ. 金融制度改革

次に、金融制度改革について述べたいと思います。

1. 金融制度改革の実施状況

金融制度改革の趣旨は改めて述べるまでもありませんが、「新規参入により有効かつ適正な競争を促進し、金融制度の効率化及び市場の健全な発展を図ること」、及び「自主的な努力と自己責任の原則により、金融機関及び証券会社が経営上の創意工夫を発揮し、より多様で良質な金融・証券サービスを利用者に提供できるようにすること」であります。

このような趣旨を踏まえ、現在まで子会社を通じた相互参入が実施されてきております。

金融機関の証券子会社の設立については、昨年7月の3社を皮切りとして、現在まで7社が参入しております。このうち都銀の証券子会社については、本年3月に新聞発表した参入の方針に従い、第1陣として既にあさひ証券が営業を開始しておりますが、第2陣は本年11月の参入を、第3陣は来年3月の参入を希望しており、各行において準備が進められているところであります。

また、証券大手4社の信託銀行子会社が、昨年10月1日から営業を開始しております。

2. 弊害防止措置遵守状況等の把握

このように相互参入は着実に進展しておりますが、金融制度改革の趣旨は、先程申し上げた通り、相互参入自体にあるのではなく、それにより有効かつ適正な競争を促進し、市場の活性化や利用者利便の向上を図ることにあります。このような制度改革の趣旨が活かされるためには、第一に、親子関係等を利用した取引等により、市場機能が歪められることのないよう、いわゆる弊害防止措置が遵守されなければなりません。第二に、参入によって過当競争が引き起こされ、市場そのものが壊れてしまうようなことがあってはなりません。過当競争は、制度改革の趣旨に沿うものではないと申し上げておきたいと思っております。

新規に参入される証券子会社においては、これらの点に十分留意して、市場のルールをきちんと守っていただき、市場の健全な発展に寄与していただくようお願いいたします。

大蔵省としても、金融制度改革の本来の趣旨が活かされているか点検することが重要であると

考えており、参入の影響・効果や弊害防止措置の遵守状況等について常時的確に把握・検証することとしております。収集・分析した情報については、制度改革の円滑な実施のために活用していきたいと考えております。

V. 社債市場の活性化

次に、社債市場の活性化について申し上げます。

1. 発行市場の活性化

まず、社債の発行市場の活性化について申し上げます。

我が国の社債の発行市場については、①商法等による社債発行限度規制、②国内市場においては、海外市場と比べ、受託手数料等発行に係る諸手数料が割高であること、③社債の種類や期間等商品性が事実上制約されていること、④適債基準による制約が存在すること、等の国内市場における諸規制・諸慣行の存在が市場の健全な発達を阻害しているとの指摘がなされてきました。しかしながら、これらの問題につきましては、大幅な改善が図られてきており、例えば最近において採られた主な措置をあげると次の通りであります。

第一に、昨年10月1日より施行された商法改正により、社債発行限度規制が撤廃され、発行会社の社債発行ニーズに的確に対応できるようになったことであります。また、同改正により、受託会社制度の見直しも行われた結果、引受証券会社と従来の受託会社、すなわち法改正後の社債管理会社との役割分担の明確化が図られ、これにより、実務的にも発行段階における適切な機能の分担が進むとともに、発行時の手数料についても大幅に引き下げられたと承知しております。

第二に、公募債の適債基準に関して、昨年4月に無担保社債（普通社債及び新株引受権付社債）の適債基準をA格以上からBBB格以上に緩和し、さらに本年6月には、普通社債、転換社債及び新株引受権付社債の財務制限条項の弾力化を図ったところであります。

第三に、社債の商品性の多様化について、最近では、年限5年の普通社債が初めて発行されたことにより普通社債の償還年限について制約がなくなったほか、従来は発行されなかったデュアル・カレンシー債及び変動利付債についても、昨年来の規制緩和策の一環として発行が実現しております。

このように社債発行市場における諸規制・諸慣行の見直しについては、大幅な改善が図られてきているところでありますが、さらに適債基準に関しましても、本年度末までに基本的見直しを行うこととしており、投資家保護の観点、市場の状況等を十分に踏まえながら検討を行ってまいりたいと考えております。

2. 流通市場の整備

次に、社債流通市場の整備について申し上げます。

我が国の公社債流通市場の状況をみると、売買高に占める国債の割合が極端に高く、社債の割合は極めて低いものとなっております。社債の流通性が低い原因としては、①銘柄当たりの発行量が小さく、流通市場で反復継続して取引するのに適さない、②価格公示及びディーラーのマーケットメイク機能が十分でない、③受渡し・決済制度が不備である、等の点が指摘されております。言うまでもなく社債の発行市場と流通市場は車の両輪としての関係にあり、発行市場が円滑に機能するためには、受け皿としての厚みと広がりを持った流通市場を整備することが極めて重要であると考えております。特に、近時、一般事業債を中心として普通社債の発行が増加する傾向にある状況の下、社債流通市場の整備が、市場機能の適正な発揮のため喫緊の課題となっております。

私どもとしては、流通市場においてもその活性化の観点から、価格公示機能の一層の充実、社債の流通性向上のための制度の整備につき検討を行っていく考えであります。

特に、受渡し・決済制度の整備については、同制度が市場の基礎的なインフラとして重要であるにもかかわらず、我が国ではこれまで整備が立ち遅れており、これが流通市場が活発ではない原因の一つであるとの指摘もなされております。同制度の整備については、証券業協会と公社債引受協会合同の委員会が振替決済の方向で報告が出されています。また、昨年より「格付を巡る証券市場懇談会」の場で議論が行われてきているところでもあります。しかしながら、具体的な整備策については、①市場の実態にあったものかどうか、②コストはどの程度のものか、③関係者にとって利用しやすいものであるかどうか等、更に議論していくことが必要ないくつかの問題があると承知しております。従って、今後、引き続き同懇談会の場において、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いて検討を行った上で成案が得られることを期待しております。

VI. 経営問題

続いて、証券会社の経営問題について触れたいと思います。

1. 回復基調の定着努力と合理化の一層の推進

平成6年3月期の国内証券会社（208社ベース）の決算は、3年3月期以来3年ぶりに経常損益が黒字に転じました。これは、株式市況等が堅調に推移したことを反映して営業収入が前期に比べ増収となったことや、人員削減、店舗の統廃合等、これまで皆様が払ってきた地道な経営合理化努力が実ってきたこと等によるものであると考えられます。

しかし、本年4月以降の株式市況の動向等からも窺えるように、証券会社をとりまく経営環境は予断を許さないものと思われます。今後とも、引き続き一層の経営合理化努力を進めていただくと同時に、投資家ニーズの多様化等を踏まえ、例えば、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、多様な投資家の市場参加を促す等、長期的な視点に立った独自性のある新たな経営戦略を着実に実行していくことが重要であると考えております。

大蔵省としても、これまで、証券会社の事務負担の軽減に資する等の観点から、各種手続きの簡素化、規制緩和等の措置を講じており、先般の証券取引法改正においても、株式累積投資や債券の現先取引等、投資家保護上問題がないと認められる取引については、大蔵大臣の承認を得て取引報告書の作成、交付を省略できるよう規定を整備いたしました。今後とも、証券会社の経営基盤の強化に資するよう、できる限りの助力をさせていただきたいと考えております。

2. 経営の自己責任意識の向上

(1) 市場の環境変化等に対する経営のリスク管理

冒頭で申し上げましたように、証券市場を活性化してより安定的なものとしていくことは、国民経済が健全に発展していくために不可欠であります。その意味で、証券会社がリスク管理を徹底し経営の安定を図ることは、個々の証券会社のみならず、証券市場と投資家、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として果たすべき重大な責務であると思えます。

近年の証券市場をめぐる環境が、自由化、国際化等により著しく変化しつつあり、またそのような市場の環境変化を受けて証券会社の業務もますます複雑・多様化していることに鑑みますと、各証券会社が自己の責任において、財務体質の強化、リスク管理能力の向上等について努力をすることが、従来にも増して一層重要になっていると考えております。

(2) 不祥事等に対する内部管理体制の充実

また、不祥事故は証券会社の経営に重大な影響を与えかねないのみならず、証券界及び証券市場に対する国民の信頼を損ねかねないとの観点から、昨年9月以降、改善が必要と認められる会社に対し、抜本的な再発防止策の再検討等をしていただくとともに、その基本方針が策定されるまでの間、継続的に各社の検討状況を把握し、個別に議論を重ねてまいりました。

各証券会社においては、社内に営業部門や代表役員まで参加する「業務管理改善委員会」等のプロジェクトチームを発足させ、

- (イ) 営業成績に偏りがちな人事評価の是正や規則違反に係る責任の明確化等人事政策の見直し
- (ロ) 監査部門の独立性の確保や牽制機能の強化等のための組織体制の見直し
- (ハ) リスク管理意識の徹底に重点を置いた研修の充実等営業部門における法令遵守のための施

策の見直し等について、基本方針が策定され、順次、具体的改善策が実施されているところであると聞いております。

また、業界の各階層毎に、内部管理体制の一層の充実・強化を図るため、相互の情報交換や討議の場として、内部管理に関する検討会が発足していることも伺っております。

各証券会社、業界におかれましては、引き続きなお一層の内部管理体制の充実について具体的改善策の着実な実施等をお願いしたいと考えております。事故防止が図られれば、経営上のコスト圧縮でも相当な効果が見込まれ、リストラにも資するものと思われます。大蔵省としても、各証券会社の具体的改善策の実施状況をフォローアップさせていただきたいと考えております。

Ⅶ. I O S C O 東京総会

次に、I O S C O 東京総会について申し上げます。

I O S C O (証券監督者国際機構)は、証券市場の国際化、証券取引のグローバル化を背景に、証券規制の国際的な調和や監督当局間の協調を目指して活動を展開している国際的なフォーラムであり、64か国、2州、及び2地域の証券監督者より構成されております。大蔵省証券局は、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、I O S C O における国際的な取組みに従来より積極的に貢献してきております。I O S C O には、証券局が正会員として加盟しているほか、証券取引等監視委員会が準会員として、また、東京証券取引所及び日本証券業協会が協力会員として各々加盟しており、更に本年10月のI O S C O 東京総会において大阪証券取引所が新たに協力会員の加盟申請を行う予定となっております。

I O S C O は、その活動の基軸として毎年1回総会を開催してきておりますが、本年は大蔵省証券局・証券取引等監視委員会の共催により10月17日から21日にかけて東京のホテルオークラを主会場として第19回総会を開催することとなっております。

I O S C O の総会がアジア地域で開催されるのは今回が初めてであり、世界の3大市場の1つに成長した東京市場を擁する我が国にとって、そのプレゼンスを更に高めていくうえで極めて意義深く、タイムリーな催しとすることができます。

I O S C O 東京総会においては、I O S C O メンバー限りの内部会合に加えて、内外の証券関係者等一般の参加者も交えた本会議、パネルディスカッションも予定しております。この本会議、パネルディスカッションにおいては、金融市場と世界経済の成長、証券／派生商品市場における最近の動向、会計基準の国際的調和、急成長するアジア・太平洋金融市場、国際業務戦略等のテーマについて、世界各国から著名な講師をお招きして議論を行うことを計画しております。なお、講演に

際しては、英語、フランス語、スペイン語に加え、日本語の同時通訳が行われますので、世界の証券関係者の講演や討論を通じて、証券・派生市場の最近の動向や諸問題について理解を深める絶好の機会となるのではないかとと思われます。

Ⅷ. 証券取引の国際化に対応した我が国証券市場のあり方

次に、「証券取引の国際化に対応した我が国証券市場のあり方」について述べたいと思います。

最近、例えば外国市場での日本株取引の増加、外国株の東証上場廃止、外国証券会社等におけるアジアへの拠点の移転、といった現象をとらえ、証券取引の国際化の中で、我が国証券市場が空洞化していくおそれはないか、という議論がしばしば聞かれるようになりました。

これらの議論の言わんとするところは、我が国市場が内外の市場参加者の求める機能を十分に発揮し得ないため、本来国内市場で行われるべき証券取引が海外市場に流出し、その結果、我が国証券市場が弱体化していくおそれはないか、という問題意識にあると考えられます。

しかしながら、空洞化として指摘される現象をよく眺めてみると、これらの中にも実際には様々な実態が含まれ、必ずしも「空洞化」という言葉が適切にその実態を表わしていないと考えられる事例もあります。

例えば、ロンドン外国株市場において日本株の売買取引が増加しており、個別の銘柄によっては相当程度取引が流出しているのではないかと指摘されています。しかしながら、そもそも日本株式が海外市場で取引されることは、グローバルな資金調達ニーズを有する本邦企業が海外で上場する例にみられるように、これを一概に否定することはできないと考えられます。また、ロンドン外国株市場における日本株取引のほとんどは、マーケット・メーカー自身がロンドンでのディーリング取引に伴うポジション調整を行うため、日本市場で当該株式の売買を併せ行っているとの指摘もあります。仮に、これが事実であるとすれば、ロンドン市場での日本株取引は、東京市場での取引を奪うものではなく、むしろ、東京市場を中心とする日本株取引がより国際的な規模で行われることとなったことの証左であると見ることもできます。

また、東証外国部での売買取引の低調に伴い、上場廃止に踏み切る企業が相次いでいたり、アジア諸国の企業が東証に上場せず、ニューヨーク証券取引所に上場する事例をとらえて、東京市場の機能低下が生じているのではないかと指摘もあります。

上場廃止の件については、上場維持コストの高さがその要因として指摘されていますが、外国株の新規上場が相次いだ80年代後半に比べ、いわゆるバブル経済の崩壊により、外国株のみならず我が国の株式市場全体が調整過程に入っていることに加え、特に外国株については、円高の進展により投資魅力が薄れているため、売買高が大幅に減少しており、外国企業にとって上場維持コストに見合う上場のメリットが乏しくなっていることも背景にあると考えられます。

また、アジアの企業については、本国と同一時間帯にある日本の市場に上場することは本国市場との関係において競合関係を惹起し、自らの証券市場の健全な発展を阻害しかねないのではないかと指摘も一方にあります。

このように、最近指摘されている現象の背景には様々な要因が働いており、これらを「空洞化」という言葉でひとくくりにしてとらえることには問題があるのではないかと考えております。

ただし、中長期的にみて、国際的な金融・資本市場として、我が国市場が果たすべき機能が何らかの要因により阻害され、国内で行われている取引が国外に流出したり、日本市場での資金調達ニーズを有する外国企業がいたずらに排除されてしまうおそれがあるとするれば、所要の措置を講じていくことが必要であります。

そのためには、まず実態の正確な把握に努めるとともに、その背景にある実体経済上の要因、投資家の国際分散投資の動向や市場参加者の経営戦略、内外市場の間の市場機能や税制、手数料水準の相違、さらには人件費やオフィス費用など市場外のコストなどの影響を注意深く見極めた上で、必要に応じ対応策を考えていくことが必要であると思います。

そのため、先般、大蔵省証券局内にチームを作り、勉強を開始したところであります。今後、ただいま申し述べたような考え方を踏まえつつ、海外における日本株取引あるいは東京証券取引所における外国株取引などの実態を十分調査するとともに、必要に応じ所要の措置を検討してまいりたいと考えております。

IX. 金融派生商品（デリバティブ）について

次に、金融派生商品（デリバティブ）について述べたいと思います。

最近、先物取引あるいはスワップ、オプションといったいわゆる金融派生商品をめぐり様々な議論が行われていることは皆様ご承知の通りであります。

こうした最近の議論は、金融技術の高度化により多様な金融派生商品が生まれるとともに、その取引額が急速に大きくなっているにもかかわらず、その取引の実態、金融・証券市場に及ぼす影響が必ずしも明確に解明されておらず、その結果、個々の取引主体ひいては監督当局における対応が十分に整備されていないとの問題意識に根ざしているものと考えられます。

しかしながら、我が国で金融派生商品と総称されている取引の内容をみると、実際には金融機関が行っている金利及び通貨に関する取引が圧倒的な割合を占めており、証券会社による取扱いは相対的に小さなものとどまっているのが現状です。従って金融派生商品が市場の攪乱要因となっているのではないかとといった議論も実態的には、金融機関による金利・通貨の派生商品取引に関する問題であると考えられます。

ただし、取引規模が小さいとはいえ、証券会社がこのような金融派生商品取引を行うに当たって

は当然のことながら、自己資本比率規制を踏まえ、リスク管理を適切に行っていただく必要があります。この関連では、先月末に、IOSCOから、各国当局による指導・監督の参考として、正確なリスクの把握、それに基づいた適切な業務のコントロール、及び取引・リスク状況に関する社内的情報システムの整備等についてのガイドラインが発表されたところであります。皆様におかれても、平素からリスク管理の向上に努めておられることと存じますが、私どもとしても、今後、金融派生商品の動向等を見極めつつ、IOSCOのガイドラインも一つの参考としてリスク管理に関する指導・監督について、更に検討してまいりたいと思います。なお、この他ディスクロージャーの問題も視野に入れておくことが必要であると考えます。

他方、エクイティ関連の派生商品については、金利・通貨関連のものに比して量的に大きなものではなく、また主要国においても取引所取引が中心となっておりますが、近年、米国を中心に店頭における取引も拡大してきており、こうした欧米市場の実態について投資家の取引ニーズやリスクに対する意識といった点も含め、十分に把握していくことも重要であると思います。ただし、こうした取引を国内で行おうとする場合には、証券取引法において、「有価証券市場によらないで、有価証券市場における相場により、差金の授受を目的とする行為」を行ってはならないことが明文で規定されており、この点で法制上の大きな問題に直面することとなります。私どもとしては、こうした点も踏まえ、多面的角度から基本論に立ち返って勉強していきたいと考えております。

X. 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。

国民経済の重要な基盤たる証券市場について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しております。

大蔵省としては、広く皆様の声にも十分耳を傾けつつ、市場活性化などの諸課題に積極的に取り組んでいきたいと考えております。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。