

## 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

ただいま御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は、大変意義深いことと考えております。

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、一昨年夏、証券局長に就任して以来、市場参加者の方々の御協力を得つつ、公正な取引環境の整備、証券市場に対する信頼回復、効率的な市場の確立、証券市場、証券会社の経営、行政の安定を図るべく証券行政に取り組んで参りました。

本年度も引き続き、証券市場をめぐる諸問題の解決に向けて、全力で証券行政に取り組んでいく所存であります。

2. いわゆるバブルの発生・崩壊の過程において、大蔵省は、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、証券市場の活性化等のための諸施策を講じてまいりました。

証券市場の活性化は、基本的には景気回復を通じた企業業績の回復に待つべきであります。同時に、市場が活性化しなければ景気回復の足を引っ張りかねません。このため、本年に入ってから、4月の「緊急円高・経済対策」、6月の「緊急円高・経済対策の具体化・補強を図るための諸施策」において、各般の施策を盛り込んだところでありますが、更に昨日発表された「経済対策」においても、利益消却時におけるみなし配当課税を行わない特例措置に関する法案の次期臨時国会への早期提出、ベンチャー企業向け店頭特則市場における株式公開制度等の整備、本年10月からの株式ミニ投資の開始、本年度中における中期国債先物市場の創設、本年中を目処とした債券貸借取引における付利制限の廃止、本年10月を目処とした償還期間2週間未満のCP発行の解禁等の措置を講ずることとしたところであります。

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、活力ある市場の確立に努めていきたいと考えております。

## II. 証券市場を巡る問題

### 1. 最近の株式市場の動向

本年7月以降、株式市場はやや明るさを取り戻したように見受けられます。景気そのものはまだ「足踏み」状態が続いておりますが、累次の景気対策、市場活性化策の効果に加え、円高は正、金融機関の不良債権の処理の進展など市場をとりまく不安定要因が徐々に解消されつつあることを反映したものと考えられます。また、東証一部上場銘柄の平均利回りは、9月中旬で0.75%と、1年物定期預金(300万円未満)金利の0.36%を上回るなど、株式投資の魅力も増してきていますので、今後一層の投資が期待できると考えられます。

しかしながら、市場の主役は依然として外人であり、また個人投資家もようやく参加する気配を示す状況にとどまっており、まだまだ本格的な市場には至ってないと言えるでしょう。その意味からも市場活性化に向けて更なる取り組みが必要とされるものと考えております。

### 2. 証券市場の活性化

次に、証券市場の活性化策について具体的に申し上げます。

#### (1) 新規公開の促進及び店頭特則市場の開設

まず、新規公開の促進及び店頭特則市場の開設について申し上げます。

##### ① 最近の新規公開の状況

昨年1年間の新規公開社数は、新規上場57社、新規店頭登録107社、合計164社と過去最高を記録いたしました。ただ、本年3月までは、週当たり新規公開社数に制限があったため、新規公開希望のある企業に相当期間の待機をお願いせざるを得ませんでした。昨年来の店頭市場を巡る様々な論議の過程で、産業界から不透明な実質基準が存在しているのではないかととの厳しい批判が寄せられましたのも、こうした事情を反映したものと思います。もとより各証券会社が株式公開の引受けに当たって、独自の引受方針等に基づき審査することは当然のことではありますが、他方、一律のいわゆる実質基準がそもそも存在していたわけでないことは言うまでもありません。

本年4月以降週当たり新規公開社数制限が撤廃された結果、これまでのような待機という状態が解消されつつある中で、こうした無用の批判や誤解を招かないためにも、先般、店頭登録に際して実質基準が存在しないことについて、通達を以て改めて明確化したところであります。今後は、株式公開の円滑な実施を図るうえで、各証券会社の引受責任が従来にも増して一層重要になるものと考えております。

本年の新規公開社数は昨年を上回るペースで推移しており、本年末の店頭市場の登録会社

数は約700社に達するものと見込まれております。このように店頭市場は、近年急速に拡大を続けてきており、時価総額においては、依然として証券取引所に比べ僅少ではあるものの、一日平均売買高では、東証第二部に比肩する規模にまで達しております。

こうした店頭市場の近年の状況をみると、中堅・中小企業の資金調達場として重要な役割を果たしていると同時に、市場参加者の視野を着実に広げる機能も果たしているものと考えています。

##### ② 特則市場の開設と環境整備

こうした店頭市場の拡大が続く一方で、近年の経済成長率の鈍化、円高の急速な進展に伴う産業空洞化の懸念を背景に、昨年来、産業界を中心に我が国経済の新たな発展基盤を支えるニュービジネス育成が急務とされ、店頭市場における資金調達の途を広げるべきであるとの議論が各方面でなされるようになりました。

こうした議論の背景には、米国においても、かつて70年代から80年代にかけて経済面での国際競争力の低下や製造業の空洞化の問題が盛んに議論されましたが、NASDAQ等の資本市場において資金調達を行ったベンチャービジネスの成長が牽引車となって、産業構造の転換や雇用機会の拡大が図られ、その結果、今日の米国経済の再生が図られたという事情が関係者の念頭にあるものと思われま

私どももいたしましても、我が国経済及び証券市場の活性化に資する見地から、ベンチャー企業等の株式公開による資金調達を円滑化するために店頭市場改革を行う必要があるとの認識に立ち、一定の要件を満たす研究開発型等の企業を対象に、ディスクロージャーの充実等の措置を講じつつ店頭登録基準を緩和することとし、7月19日に店頭特則市場、通称フロンティア市場が開設されたところであります。

この店頭特則市場は、立ち上がり段階にあり、資金需要が旺盛である一方、必ずしも収益基盤が確立されていないベンチャー企業等を対象としており、その企業の実施する新規事業に将来性が認められるのであれば、赤字決算であることのみをもって登録が認められないという制約をなくしたため、従来の公開銘柄に比べ、いわばハイリスク・ハイリターンな性格を有しております。こうした特性に照らしますと、店頭特則市場で取引される特則銘柄の投資には、自己責任原則の徹底がより一層求められるばかりでなく、相応のリスクテイク能力が要求される結果、不特定多数の投資家の市場参加が期待しづらいため、自ずと投資家が限定されてくるものと考えられます。

したがって、昭和63年12月の証券取引審議会報告に基づく現行の株式公開制度等を、店頭特則市場での株式公開やその後のエクイティファイナンスにそのまま適用した場合、今回の店頭市場改革の目的である、ベンチャー企業等の円滑な資金調達が困難になることは必至であります。

このため、店頭特則市場においては、公開前の第三者割当増資や株式移動に関する規制を緩和するとともに、公開価格の決定方法として入札制に代えてブックビルディング方式を導

入し、また、公開株等に関する「5千株ルール」「1万株ルール」を撤廃することが適当であると考えております。現在、証券取引審議会において、これらの見直しについて御検討いただいているところであり、今月中に結論を頂いた上で、来月から実施に移したいと考えております。

私どもとしては、今回の店頭特則市場は、経済構造改革の一翼を担うものであると同時に、我が国で初めての自己責任原則を徹底させた市場という意味で一つの試金石になるのではないかと考えております。この市場の円滑な運営を図るためには、従来にも増して証券会社の引受責任が強く求められることから、各証券会社におかれては、今回の店頭市場改革の意義を十分に御理解いただき、店頭特則市場を一日も早く実のあるものにしていただくことを期待しております。

### ③ 上場基準と店頭特則との関係についての考え方

ただ今申し上げます店頭特則市場の創設を受けまして、証券取引所においても、同様の趣旨からベンチャー企業等を対象とした上場基準の特則を設けることについて論議が行われております。

この問題に対する基本的な考え方としては、まず第一に、特則の対象とすべき企業は、証券取引所の果たすべき役割に鑑み、上場銘柄に相応しい経営実態を備えたものである必要があり、第二に現行の上場審査基準を一律に引き下げるのではなく、あくまで一定の要件を満たした特定のベンチャー企業等を対象とした特則とすることが適当であります。また、特則を設ける場合、既存の上場基準との整合性を考え、屋上屋を架す結果とならぬよう工夫することも必要ではないかと考えます。

いずれにしましても、取引所特則市場の創設については、市場参加者の間のコンセンサスが前提になることは言うまでもありません。私どもとしては21世紀の日本経済を担うベンチャー企業等の資金調達に取引所が支援することは重要なことであるとの認識に立ち、この問題に積極的に取り組んでまいりたいと考えております。

### (2) 自己株式の取得・消却

次に、自己株式の取得・消却とそれに伴うみなし配当課税の問題について申し上げます。

自己株式の取得については、米国において企業財務の改善等を目的として80年代より盛んに行われてきておりますが、我が国においても、昨年10月に改正商法が施行され、定時株主総会の決議により、利益による株式の消却及び従業員持株会への譲渡の目的でこれを行うことが可能となりました。このうち、従業員持株会への譲渡を目的とした自己株式取得については、既に実施する会社が出てきていることは御承知のところであります。

自己株式の利益による消却は、概ね次のようなメリットがあると考えられています。

まず、第一に経済環境等から有効な再投資先がない場合に、企業が自己株式の利益による消却を行うとすれば、それにより配当可能利益が売却に応じた株主に還元されることになります。これは、株主・投資家に目を向けた企業経営への転換が図られるという点で意義深いものと考え

えます。

次に、発行体の財務構成の改善や株主資本利益率（ROE）の向上等を通じて、企業経営の健全性の確保に資する点が挙げられます。特に、収益率の低い資産を多くかかえている企業にとっては、自己株式を消却することにより将来の成長期に備え財務のリストラを実施できることとなります。

更に、自己株式の消却は、発行済株式数を減少させることにより、過去のバブル期において大量に行われたエクイティ・ファイナンスの結果、株式の供給過剰感のある市場に対して、需給バランスを改善させる方向に働くものと考えられます。

以上のように、自己株式の利益による消却は様々なメリットを有すると考えられることから、私どもといたしましても商法改正に合わせて証券取引法の所要の整備を行うとともに、税制面でも残存株主に係るみなし配当について源泉徴収を不適用とする等の措置を講じた上で、経済界に対してそれに向けての取組みをお願いしてきたところであります。しかしながら、これまでのところ、自己株式の利益による消却は行われておりません。その背景として、みなし配当課税が行われる以上どうしても株主の理解が得られないとの指摘がなされてきました。

このような状況に対応するため、本年6月、「自己株式の利益消却時におけるみなし配当課税を行わないこととする措置を講ずることとし、所要の検討を進める」との政府の方針が決定されたことは御承知の通りであります。

こうした方針の下、私どもとしては、この夏の間に、税務当局との間で早急な検討を行い、今般、平成11年3月31日までの措置として、上場会社等が利益による株式の消却を行った場合に、(イ)残存株主に対するみなし配当については非課税とするが、受取配当の扱いの方が有利となる法人株主においては、従来通りの申告を選択できる、(ロ)公開買付けにより消却に応じた個人株主についても、みなし配当課税を行わずに、株式譲渡益として課税する、との内容の特例措置を講ずることとし、そのための特例法案を次期臨時国会冒頭に提出することとしたところであります。

今般の特例措置は、自己株式の利益消却について、あらゆる観点から税制上の配慮を加えたものであり、また、法案の成立後速やかに実施されることになっておりますので、法案の早期成立をお願いしているところであります。

最近、経済界においても自己株式の取得・消却について関心が高まってきております。今般の税制措置が活用されることにより、自己株式の取得・消却が促進され、ひいては株式市場の活性化に資することとなることを強く期待しているところであります。

皆様方におかれましても、自己株式の取得・消却についてさらに市場関係者の意識を高めるべく御尽力いただくようお願いする次第であります。

### (3) 個人取引の促進

次に、個人取引の促進について申し上げます。

御承知のように、個人の金融資産は1,100兆円にも上るといわれていますが、株式資産は6.6

### ① 株式累積投資制度

### ① 株式累積投資制度

② 株式分割・単位のくくり直しの促進

② 株式分割・単位のくくり直しの促進

③ 株式ミニ投資（100株取引）制度の導入

③ 株式ミニ投資（100株取引）制度の導入

この制度では、投資家は証券会社との間で100株を1単位としていわゆる「仕切り売買」を行い、証券会社は1営業日分の総取引の結果発生する売り・買いのポジションのうち単位株式相当分を翌営業日の寄付値で市場執行します。投資家と証券会社との取引に係る約定価額は、この翌営業日の取引所における寄付値となります。この取引を行う投資家はあくまで単位未満株主のため、発行企業に対して名義書換えは請求できませんが、配当金は「累投」同様証券会社で受領することが出来ます。なお、単位未満株券の売買が円滑に進むよう、株券の保管振替制度の活用を考えております。

このように、株式ミニ投資は投資家が少額資金でも各人の投資判断に基づいて随時に売買することが可能であり、この導入によって、個人投資家の市場参加が容易になることを期待しているところであり、昨日の「経済対策」にもあるように、所要の規則等の整備を行った上で、10月中にも実施したいと考えております。

#### ④ 信用取引制度の改善

次に、個人投資家の利用割合が大きい信用取引について申し上げます。

我が国における貸株取引は、貸付株券の受渡し不履行や過度の投機といった問題が生じないよう、証券金融会社及び証券会社によって取引所を通じて行われており、貸付資金と貸付

しかしながら、特に昨年来、いわゆる逆歩銘柄が増加したこと等を背景として、様々な議論がなされてきたことを踏まえ、本年6月、現行の貸借・信用取引制度のメリットを活かしつつ、一層の利便性の向上を図る観点から、新たな融資制度の創設、対象銘柄の大幅な拡大、取引に係る諸ルールの見直し、大口・バスケット取引ニーズに対応する貸借取引制度の拡充、証券金融会社による株券調達手段の充実等種々の改善策を一つのパッケージとして打ち出したところであります。

今般の改善策の実施は、個人投資家の株式投資の促進を通じて、株式市場の活性化に資するとともに、厳しい経営環境にある証券会社にとっても少なからず寄与するものと期待しており、皆様にもその十分な活用を図っていただくとともに、当面は、その定着状況を見極めていきたいと考えております。

#### (4) 投資信託

次に、投資信託改革の実施とその後の状況について申し上げます。

投資信託改革は既に本年1月より実施に移されておりますが、今回の改革は昭和26年に証券投資信託法が制定されて以来の抜本的改革であります。これまでの状況を見ましても様々な形でその定着に向けて着実な動きが開始されていると思います。

今回の改革の柱は、運用規制の自由化、新規参入による競争の促進、ディスクロージャーの拡充の3点にあります。

まず、運用規制については、ヘッジ目的以外でのデリバティブの利用を可能とするなどその抜本的自由化を実施しました。これを受け、各委託会社は投資家の多様なニーズに対応した創意工夫のある商品開発に努めており、既に様々な特色のあるファンドも登場してきております。また、新商品の信託約款の承認手續についても、類型化されたものについての自動承認制の導入など、基準の明確化、手續きの大幅な簡素化、迅速化を図っておりますが、新しいタイプの承認に当たっては、今後一層審査手續きの簡素化に取り組みたいと考えています。

次に、競争の促進については、これまでも外資系や他業態からの投資信託業務への参入が行われ、競争促進が図られてきたところでありますが、更に本年1月、委託会社及び投資一任会社の免許・認可基準の見直しを行い、投資信託業務と投資一任業務の併営や委託会社と投資一任会社の合併を認めることとしました。現在、投資一任会社による投資信託業務の併営が2社、逆に委託会社による投資一任業務の併営が2社、合わせて4社について併営が認められております。以上のほかにも併営や合併の希望が寄せられており、基準を満たすものについて順次これを認めていくこととしております。

更に、ディスクロージャーの拡充については、受益証券説明書や運用報告書の改善を行うとともに、今年1月より「新しい株式投資信託」の運用成績を投資家にわかりやすい形で毎月証

券投資信託協会から公表することとし、直近では23本のファンドが掲載されております。また、7月には既存ファンドのうち追加型株式投資信託の運用成績公開制度の改善が行われております。運用成績の公開は、パフォーマンスの良否を投資家に分かりやすく伝え、これにより投資家がパフォーマンスのより良い投資信託を自由に選択し購入することができるようにすることを目的としております。今後とも関係者の一層積極的な取組みをお願いしたいと思います。

以上の一連の改革に加え、本年5月には、日経300株価指数に連動することにより運用の安定化を図りつつ、流通市場を通じて換金性を確保する新しいタイプの投資信託である日経300株価指数連動型投資信託が、我が国の投資信託として初めて証券取引所に上場されました。本商品は日経300先物・オプション取引の定着にも資するという側面も有しており、投資家の間に一層定着することを期待しております。

他方、公社債投資信託は、このところ着実に増加してきています。これは、MMF等の商品性の改善が進められてきたことなども背景にあると思われますが、基本的には低金利時代にあって比較的安全性が高く、かつ高い運用成果を生み出し得る公社債投資信託の有利性が改めて見直されているためではないかと思えます。

申すまでもなく投資信託は、直接証券市場に参加することが困難な個人投資家等に対し、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・安定化に資するものであります。しかしながら、今まではややもすると投資家に目を向けず、証券会社等の便宜、利益のみを追及しているのではないかと批判がありました。以上のような投資信託改革が更にしっかりと定着することにより、こうした批判を払拭し、投資家の信頼を得て、その本来の機能・役割が十分に発揮されるようになることを強く期待してやみません。今回の投資信託改革の成果を十分に引き出すことができるかどうかは、委託会社のみならず証券会社の取り組み如何にかかっているわけであり、また、投資信託の一層の活用は証券会社の収益改善にもつながることでありますので、皆様方を始め関係者の一層の御努力をお願いしたいと思います。

#### (5) 先物取引

次に、日経300指数の定着促進について申し上げます。

御承知のとおり、平成2年から4年頃にかけて株式市場が低迷した際、先物取引等による影響がその低迷の要因ではないかといった議論が行われたことを踏まえて、平成4年12月、株価指数先物等の在り方について、市場管理方法の改善及び加重平均型の新指数の導入を柱とする基本方針をとりまとめました。

これに沿って、昨年2月14日より、大阪証券取引所において加重平均型の日経300指数を対象とした先物・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、市場管理方法の改善が実施されました。

日経300指数は、加重平均型で、かつ、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、既存のものより優

れた指数であり、取引開始当初から、その定着促進のための努力が関係者一体となって行われてきたところであります。

しかしながら、現時点におきましては、導入後日が浅いということもあり、日経300先物・オプション取引が十分定着したといえる状況には至っておりません。

今後、先物・オプション市場の健全な発展のためには、更なる規制緩和が必要であります。それは日経300先物・オプション取引の定着をまっとう推進すべきものと考えています。そのような観点から、これまで数度に亘り日経300先物・オプション取引の定着のための施策が実施されてきたところでありますが、今後とも、日経300先物取引に係る限月間スプレッド取引の導入等、その定着促進へ向けて最大限の支援をして参る所存でありますので、関係者各位の御尽力を賜りますよう、お願いする次第であります。

#### (6) 委託手数料自由化

次に、株式委託手数料の自由化について申し上げます。

御承知のとおり、平成5年3月の証券取引審議会報告に沿って、既に昨年4月より、約定代金10億円を超える取引金額部分（大口取引）について手数料の自由化が実施されています。現在、取引所及び証券業協会より四半期ごとに大口取引に係る平均手数料率が公表されておりますが、例えば、本年4月から6月までの平均手数料率は0.036%と、自由化前の水準である0.075%に比し概ね1/2の水準となっています。

株式委託手数料の自由化につきましては、本年3月末閣議決定された規制緩和推進計画において、「平成6年4月に実施した株式手数料の自由化について、その現実の影響を平成8年度ないし9年度に検証し、以後の自由化につき検討する。」こととされており、このような方針で臨んでいるところであります。

#### (7) 時価発行公募増資

時価発行公募増資につきましては、バブル期における大量発行が、ROEの大幅な低下を通じて株主の利益を大きく損なったことやその後の需給の圧迫要因となったこと等、様々な問題点が指摘される中で、平成2年4月より休止状態にありましたが、5年12月における規制緩和策の一環として、株主の利益を十分に配慮している企業で、その公募増資が株式市場の活性化につながることを期待されるような銘柄について、時価発行公募増資が再開されるようガイドラインを公表したところであります。

このガイドラインを受けて、現在までに32銘柄について総額2,306億円の時価発行公募増資が行われております。

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、株式市場の機能をいつまでも制約することは望ましくないとの認識の下に、本年3月の規制緩和推進計画においても、「本年度内にその緩和ないし撤廃の検討を行い結論を得る。」との基本方針を盛り込んだところであり、現在、再開に合わせて導入されたブック・ビルディング等、マーケット・メカニズムに基づく適正な発行・消化のための幅広い改善策の定着状況を見極めながら、具体的な方策に

について検討を進めているところであります。

#### (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。

保管振替制度の利用促進とその定着を図るため、「証券保管振替制度研究会」が設置され、株式業務に携わっておられる関係者の皆様に実務的、専門的見地から幅広く御審議をしていただき、本年2月報告書をまとめて頂きました。同報告書のなかで提起された早期に着手すべき解決策については、大口割引制度など目下逐次実行に移されているところであります。

こうした改善策の成果もあり、証券保管振替機構の保管残高は、本年8月末で約342億株、今年度に入り約38億株の純増と、保管振替制度の利用は順調に進んでおります。

もっとも、発行済株式総数に対する割合は約8.5%と依然として低く、既に保管振替制度の定着をみている欧米諸国に比べれば、まだまだ不十分と言わざるを得ない状況にあります。このため、引き続き関係者の御理解、御協力を得つつ、研究会の提言を踏まえ、保管振替制度の一層の利用促進に向けて、努力していく必要があると考えております。

#### 3. 証券取引の国際化に対応した我が国証券市場のあり方

昨年来、東京証券取引所外国部における上場企業数の減少や、ロンドン市場での日本株取引の増加などのいくつかの現象をひとくくりにして、我が国証券市場の空洞化が生じつつあるのではないかと、との議論がなされてきました。

しかしながら、これらの諸現象について私どもが実態調査を行った結果によれば、空洞化に関する議論は、必ずしも我が国証券市場の実態に沿うものではないと考えられます。

例えば、東京証券取引所外国部における上場企業数は、平成3年の127社をピークにその後減少傾向を辿っておりますが、上場廃止企業に対するアンケート調査によれば、上場廃止に到った理由として「株主数、売買高の減少」をあげる企業がほとんどであります。これは平成2年以降株式市況の低迷が続いていることに加えて、円高の進展により我が国投資家にとって外国株投資の魅力が薄れてしまったという、いわば経済循環的な要因が大きいのと考えられます。もっともこの魅力が薄れてしまったという、いわば経済循環的な要因が大きいのと考えられます。そこで東うした要因によるとはいえ、上場企業数の減少を放置することは望ましくありません。そこで東証外国株式市場の一層の活性化を図り、アジア地域の企業をはじめとした外国企業の上場を促進する観点から、本年1月、東証外国部の上場基準を大幅に緩和したほか、外国株に係る新規上場手数料等を引下げるとともに、外国企業の開示費用の軽減に資するため、有価証券報告書の記載事項の簡素化等の措置を講じたところであります。更に、この度、本年に入ってから急激な円高の進展等の事情を踏まえ、新規上場手数料の一層の引下げや上場審査に係る改善措置を実施することといたしました。

一方、この数年、ロンドン市場においては、円高、日本企業の業績回復期待を背景に、国際分散投資を進めている外国機関投資家による日本株の売買高が増加しており、これも空洞化の例として挙げられることがあります。しかしながら、ロンドン市場において証券会社が受けた日本株

の売買注文は、ほとんどの場合、最終的には我が国の証券取引所で執行されていることから、ロンドンにおける日本株取引の増加をもって、ただちに国内取引の流出とみることはできないと考えられます。

いずれにしましても、いわゆる「証券市場の空洞化」については、実態に即して議論すべきではありますが、仮に本来国内で行われるべき取引が海外に流出したり、内外の市場参加者が日本市場の利用を回避してしまうこととなれば、我が国証券市場の機能の低下を招くだけでなく、日本経済の発展も阻害する恐れがあるのはいうまでもありません。こうした事態が生ずることのないよう、今後とも常に実態を注視し、必要に応じ、所要の措置を講じてまいる所存であります。

#### 4. ディスクロージャー制度の充実

##### (1) 最近の状況

ディスクロージャー制度の充実について申し上げます。

証券取引法におけるディスクロージャー制度はいうまでもなく、有価証券届出書、有価証券報告書等により、有価証券の発行会社の事業内容や財務内容等を真実、正確かつ明瞭に開示し、それを基礎として、投資家はその責任において投資判断を行うことができるようにする制度であります。これは、有価証券の価値判断に必要な情報が適切に開示され、投資家に有効に利用されることが投資家保護のため必要であるという考え方に基づいています。

このようなディスクロージャー制度の整備は、投資家が一層安心して有価証券投資を行うことを可能とし、有価証券市場に新たな投資家を呼び込むことにもなると考えております。特に最近、証券取引制度に関し、様々な規制緩和策が講じられてきていますが、その際には、投資家保護を確保する観点からディスクロージャー面の充実がこれまで以上に重要なものとなります。来年1月より社債にかかる適債基準等が撤廃されますが、それに伴い、リスク情報や格付情報等につき開示の充実を図ったのは、その一例であります。

もちろん、開示制度の整備に当たっては、必要な情報の充実を図る一方で、その情報が投資家に分かりやすい形で提供されるよう努めていくとともに、作成者側の負担をも考慮し、できるだけ効率的な形で情報が提供されるよう、一層の工夫を図っていきたいと考えております。

##### (2) 企業会計審議会における審議状況及び今後の進め方

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、平成5年6月に「リース取引に係る会計基準に関する意見書」、本年5月には「外貨建取引等会計処理基準の改訂について」の報告をいただいたところであります。

企業会計審議会における次の審議テーマにつきましては、今後、委員の方々と御相談しながら固めていく所存ですが、今のところ「連結財務諸表を巡る諸問題」について審議していただいております。今日、企業活動の多角化、国際化等を反映して、子会社等を通じた経済活動の拡大には著しいものがあり、このような中で連結財務諸表の重要性は一段と

高まっているのではないかと考えます。この間、企業会計審議会により取りまとめられた連結財務諸表原則は昭和50年に設定されて以来、既に20年余が経過しており、この機会にその内容を再検討してみる必要があるのではないかと考えております。

### Ⅲ. 公社債市場の整備等

次に、公社債市場の整備等の状況について申し上げます。

#### 1. 発行市場における自由化

まず、社債の発行市場における自由化についてであります。

我が国企業の普通社債の発行状況をみると、国内における起債割合は、かつては5割を切っておりましたが、近年はその比率が上昇し、平成6年度は85.1%に達し、本年度に入りまして9割を上回る高水準で推移しております。

このように国内起債比率が大幅に上昇してきている背景としましては、(イ)社債発行限度規制の撤廃等を内容とする商法の改正、(ロ)適債基準の緩和、財務制限条項の弾力化、(ハ)社債の商品性の多様化の推進等社債市場における諸規制・諸慣行の見直し・撤廃が図られてきたことが挙げられます。特に、社債の商品性の多様化に関しましては、社債の償還年限については完全に自由化されます。また、親会社保証付普通社債、デュアルカレンシー債、変動利付債、ステップアップ債の発行が行われるなど、商品性に係る制約はほぼ解消がはかられております。

更に、社債発行市場の整備の総仕上げとして、平成8年1月より、(イ)適債基準を撤廃し、社債発行の自由化を図る、(ロ)財務制限条項の設定の義務付けを撤廃し、今後は財務上の特約として当事者間で自由に定める、(ハ)店頭登録会社のワラント付社債の発行を解禁する、という措置が講じられることになっております。

また、これらルールの撤廃に伴い、投資家保護を図る観点から、発行される社債に付される格付の内容、当該社債に設定される財務上の特約の内容等が有価証券届出書等に記載されるよう開示制度の充実を図ったところであります。

我が国の社債発行につきましては、戦後長きに亘り適債基準、財務制限条項等のルールにより制約されていた訳であります。今般の適債基準等の撤廃によって、社債発行市場の自由化はほぼ完了したといえることができます。そのような意味で我が国社債市場は新たな段階を迎えた訳であります。しかしながら、自由化の後の社債市場が国際的に誇れる市場となるためには、当然のことながら市場参加者の努力が必要であります。今後とも、格付情報の質の向上とその活用、市場環境に即した発行条件決定など、証券業だけでなく、発行サイドにも、格段の御努力をお願いしたいと考えます。

次に、CP発行の規制緩和について申し上げたいと思います。

CPは、短期資金調達手段に対するニーズに応じて、昭和62年に市場が創設された短期証券であります。CPは、短期資金調達手段に対するニーズに応じて、昭和62年に市場が創設された短期証券であります。CPは、短期資金調達手段に対するニーズに応じて、昭和62年に市場が創設された短期証券であります。

金調達を可能にする必要があったこと、(ロ)当時、社債発行については、有担保原則のもと、無担保債を発行できるのは一部の優良企業に限られていたこと、等の事情から、「優良企業が機関投資家等から無担保で短期の資金調達を行うために発行する約束手形」との基本的位置づけの下、発行体を上場企業等の優良企業に限り、償還期間も2週間以上9か月以内とする等のルールが設けられております。

CPの発行に関するルールにつきましては、これまで累次に亘る見直しを図ってきたところでありますが、CPの償還期間の更なる短縮による機動的な資金調達に対するニーズが高まっている状況に鑑みまして、昨日の「経済対策」にも盛り込まれましたように、本年10月を目途に償還期間2週間未満のCPの発行を解禁することとしたところであります。

CPの発行に関するルールにつきましては、このようにこれまで累次の見直しを図ってきたところでありますが、今後とも、CPと社債との区別をいかに図っていくか、CPはこれまで優良企業の発行する短期金融手段との位置づけの下、税制上の優遇措置を受けておりますが、これとの関連をどう考えるかなどの問題とあわせて、検討を続けてまいりたいと考えています。

#### 2. 流通市場の整備

次に、流通市場の整備について申し上げます。

社債の流通市場におきましては、社債の受渡し・決済制度が基礎的なインフラとして重要なものであります。我が国の受渡し・決済制度の中核をなす社債等登録制度は、現在の社債取引の実状に必ずしも対応し得るものとはなっており、これが流通市場が活発でない大きな原因であるといわれております。

社債の発行市場については、先程申し上げましたように来年1月より適債基準及び財務制限条項の設定義務付けが撤廃されることに伴い、市場の整備・自由化はほぼ終了し、その結果、社債の発行量は今後更に拡大していくものと見込まれており、その受皿となる流通市場の整備を図ることが喫緊の課題となっております。

このような認識の下、今般、蠟山大阪大学教授を座長とする「社債受渡し・決済制度研究会」を設け、この場において受渡し・決済制度の改善の検討をお願いすることとし、本年7月3日に第1回会合を開催したところであります。

発行市場の整備が終了したことに伴い、今後残された問題は流通市場の整備であること、これを解決していかなければ国際的に通用する社債市場に発展するのは難しいことなどの点については、市場関係者のコンセンサスが既にあると思います。勿論、具体的な解決策となると、関係者それぞれの考えは違ってまいります。しかしながら、今申し上げた共通の認識の下に、今までの議論にとらわれることなく、一日も早く具体的な方向を見出すべく、「社債受渡し・決済制度研究会」における活発な議論を期待しております。私どもも、受渡し・決済制度の改善について一つの方向に議論が集約され、何らかの成果が得られるよう鋭意取り組んでいく所存であります。

### 3. 債券貸借市場の整備

今般の「経済対策」において公社債市場の整備を一層図るため、債券貸借取引に係る取引担保金に対する付利制限を、年内を目途に撤廃することといたしました。付利制限の撤廃によりまして貸借取引における現金担保の活用が進み、債券貸借市場の拡充が図られることにより、債券流通市場のより一層の活性化・効率化が進展することが期待されるところであります。

### 4. 債券先物取引市場の整備

債券先物取引につきましては、現在、東証において長期国債、超長期国債及び米国財務省証券先物取引が行われておりますが、これらに加えて、中期国債先物市場を本年度中を目途に創設することが今般の「経済対策」にも盛り込まれました。このような中期国債先物市場の創設は、中期債ゾーンの国債市場の厚みが増していることに伴う当該期間に見合った金利変動リスクに対する適切なヘッジ手段へのニーズの高まり等を背景としたものであり、これによって、我が国の債券先物取引は中期から超長期のゾーンまで広くカバーされることとなり、債券市場の効率性の向上、更なる活性化を促していくことが期待されます。

## Ⅳ. 金融制度改革

次に、金融制度改革について申し上げます。

証券会社と金融機関との間で業態別子会社を通じた相互参入は既に実施されてきており、金融機関の証券子会社はこれまでに16社が参入し、また、証券会社の信託銀行子会社はこれまでに4社が参入しているところであります。

金融機関の証券子会社による参入が証券市場に及ぼしている影響をみますと、普通社債の引受業務における証券子会社のシェアについては、昨年度上半期は6.9%でしたが、下半期には12.7%となり、さらに本年4月から8月までの5ヵ月間においては20.2%に上っております。

また、証券子会社の経営状況をみると、最近の債券市況を背景に、順調に推移しているところであります。

このように相互参入は進展しているところでありますが、金融制度改革の趣旨は、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、市場の効率化・活性化等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、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。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。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。

収集・分析した情報につきましては、制度改革の円滑な実施のために活用してまいりたいと考えているところでありますが、これまでのヒアリングの結果等から感じられます点は、まず第一に弊害防止措置及び証取法第65条の趣旨の周知・徹底をより一層図る必要があるということであります。

社内研修等で引き続き周知・徹底に努めて頂くとともに、何か疑義がございましたら私どもに相談して頂く必要があると考えております。

第二に、弊害防止措置が適切に機能するためには業界における自浄努力が不可欠であるということとあります。弊害防止措置を定めるに当たっては、実効性確保に留意しつつも当局による過剰規制とならぬような配慮も行われており、そのために外部からのチェックが必ずしも事前に十分行い得ない場合も生じております。例えば、共同訪問や非公開情報の授受の禁止等は、個々の担当者の自覚、社内及び業界内の相互チェック、コンプライアンス体制の十分な整備等があつてはじめて担保され得るものではないかと考えられます。参入された証券子会社におかれましては、こうした点に十分御留意頂き、資本市場の健全な発展と金融制度改革の円滑な実施に寄与して頂くようお願い申し上げます。

なお、業態別子会社の業務範囲及び弊害防止措置につきましては、「金融制度改革実施後の状況、市場の状況、証券会社及び金融機関の経営に与える影響等を勘案しつつ」、「法施行後」すなわち平成5年4月1日以後「2年ないし3年を目途に見直しを行うこと」とされております。私どもとしては、株式市場の最近の動向や、ただ今申し上げましたような相互参入が市場に及ぼしている影響、既存証券会社及び証券子会社の経営状況、弊害防止措置の遵守状況等の今後の推移も十分見極めながら、この問題に対処してまいりたいと考えております。

## V. 経営問題

### 1. 証券会社の経営状況

7年3月期に引き続き、本年4月～6月の間の証券会社の経営状況は証券市場の低迷等を反映して株式委託手数料が減少するなど、極めて厳しい状況となっております。7月～9月においては、証券市場の動向が昨年比で堅調に推移している等経営環境の好転の兆しを反映し、やや持ち直しているものと思いますが、依然として経済状態は楽観を許さない状況にあります。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ことが必要と考えます。

併せて、各社の経営判断に基づき独自性のある経営内容を目指すことが必要であります。例えば、

- ① 投資信託改革を踏まえ、証券市場のすそ野の拡大や個人投資家の証券市場への参加の促進等を図るため、投資信託を積極的に活用する、
- ② 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、個人のニーズをきめ細かくくみあげ、多様な投資家の市場参加を促すなど、長期的な視点に立った新たな経営戦略を着実に実行していくといった努力が肝要ではないかと考えます。

### 2. 経営の自己責任意識の向上

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。その意味で公共性・公益性の高い仲介者として証券会社が果たすべき責務は重大であり、その責務を果たすためには証券会社がリスク管理を徹底し、経営の安定を図る必要があります。

先にも述べましたように、証券業界をめぐる厳しい状況を考えれば、証券会社は、財務体質の強化、リスク管理能力の向上等についてなお一層の努力をすることが、従来にも増して重要になっていると考えております。

経営をしっかりと行っていくためには、内部管理体制の充実が必要であることはいうまでもありません。内部管理体制については、各証券会社における営業成績に偏りがちな人事評価の是正等人事政策の見直し等の具体的な改善策の策定や、業界の各階層毎に、内部管理に関する検討会を発足し、監査・考査体制の見直し等、一層の充実・強化が図られてきていると聞いています。

内部管理体制の充実は、証券会社各社の問題であると同時に、業界全体として取り組むべき課題であると思います。皆様の御努力により、内部管理に関する規定、組織、体制等概ね整備されてきているところでありますが、運用面において、その効果が十分であるとはいいたるところもあります。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・強化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います。

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引き続きフォローアップさせていたたくとともに、実施に当たっての相談等、できる限りの支援をさせていただきたいと思っています。

## Ⅵ. 規制緩和

次に、証券分野の規制緩和について申し上げます。

### 1. 基本的考え方

(1) 証券分野の規制を類型化すれば、次のように整理ができると思います。

① まず、証券市場の機能発揮のための環境整備の観点から、低迷している市場を更に悪化させないため、新規公開社数、株式の売出し等について規制が行われてきましたが、これについては新規公開社数制限の撤廃等その緩和が既に進められております。

② 次に、証券会社の経営の健全性を図る観点から、証券会社経営に関する規制が行われてきましたが、これについては、経営の健全性に配慮しつつ、手続きの簡素化等大幅な緩和が行われてきております。

③ また、証券市場における公正取引等の確保の観点から、相場操縦規制、インサイダー取引規制、損失補填の禁止等の規制が行われておりますが、これについては、市場の公正性・透明性を確保するため、適切に運用され、市場参加者に遵守されているものと考えております。

④ 更に、証券分野における規制緩和を推進する中で、投資家の自己責任原則を徹底していくため、ディスクロージャーの充実が要請されておりますが、これについては、既に述べましたようにその充実に向けて各般の措置が講じられております。

⑤ なお、その他の法令において、第一義的には、証券取引等を規制する目的ではなく、それとは異なった目的で行われている規制等のうち、店頭派生商品に対する刑法賭博罪や独禁法による持株制限・持株会社設立禁止等、証券関連の規制として受け止められているものもあることに留意して頂きたいと思います。

(2) これら証券分野の規制につきましては、免許制の下で当局が予防的にきめ細かく指導監督を行うという従来の考え方から、平成3年夏以降の一連の証券不祥事を経て、公正で透明な証券市場を確立していくという観点から、規制に係るスタンスは大きく転換いたしました。

具体的には、市場ルールの遵守状況を監視し、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として、平成4年7月に証券取引等監視委員会が発足しました。また、証券取引の持つ高度の専門性、技術性に鑑み、証券業協会等の自主規制機関の自主ルールの充実を行うことにより、取引業務に精通した市場参加者による自主規制にある程度委ねることとされた訳であります。

一方において、いわゆるバブルの崩壊による証券市場の低迷を踏まえ、その状況を更に悪化させないとの観点から、必要な規制が行われてきたのも事実であります。基本的には、こうしたスタンスの転換を背景にして、特に、平成5年9月、12月及び6年7月の3度に亘り、100項目を超える事項について、規制緩和措置が講じられました。

### 2. ヒアリングの実施と今後の対応

これまで、証券分野の規制については、絶えず検討を行い、かなりのテンポでその見直しに取り組んでまいりましたが、それでこと足れりと言うことはできません。勿論、現時点で規制緩和の対象として指摘されるものの中には、法令改正を伴うため長期間の検討を要するもの、他省庁等との調整を要するもの、証券業界内でも必ずしも意見の一致がみられないものも数多くみられます。他方、各方面から緩和に向けて強い指摘を受けているものが多数あることも事実であります。また、取引報告書の送付回数の削減や、自己売買に伴う新値形成ルールの撤廃など、私どもの予想を上回るメリットをもたらしているように、まだまだ効果の大きい規制緩和項目はあるのかもしれない。このため、今般、証券市場が健全に発展する上で必要な環境をなお一層整備する観点から、行政ベースの問題はもとより、証券業協会、取引所の自主ルール、あるいは証券会社の社内規則についても、その考え方の原点に立ち戻り点検を行ってこうという趣旨でヒアリングの場を設け、今月上旬より、証券界の各層から御要望をお聞きし、意見の交換を行ったところであります。

ヒアリングにおいて出された項目につきましては、現在具体的な検討に入っているところではありますが、できるだけ早く検討を終え、早期に実現できるもの、実現の方向で検討を始めるもの、現段階では実現が難しいもの、などの仕分けをしたうえで、何らかの形で明らかにしていきたいと考えています。

## Ⅵ. デリバティブ

### 1. デリバティブについての基本的な考え方

次に、デリバティブ取引に関する問題について申し上げたいと思います。

近年、金融取引が活発・高度化するに伴い、投資家のリスク・ヘッジのニーズが高まったことを受け、デリバティブ取引が国内・海外において拡大しており、今や金融取引にとって不可欠のものとなっております。かかるデリバティブ取引については、リスクが複雑に絡み合っている場合や、商品によっては価格変動が大きいものもあり、十分な理解と管理が行われなければ、損失につながる可能性も高く、実際にも、本年2月のベアリング社の事故をはじめ、ここ数年、取引事故が複数発生してきております。

しかしながら、デリバティブ取引の有用性に目を向けず、こうした損失事故ばかりにとらわれて、「デリバティブ取引を直接規制すべし」との考え方をとるのは適切ではないと考えます。私どもとしては、デリバティブ取引そのものに対する規制ではなく、リスク管理の充実やディスクロージャー・ルールの徹底を図ることを基本としてデリバティブ取引の内蔵する問題に対応すべきと考えております。

かかる考え方の下、リスク管理については、7月の日本証券経済研究所の「証券会社の派生商品取引をめぐるリスク管理問題に関する研究会」の報告書を受け、ベアリングズ事件等の経験を踏まえ、デリバティブ取引のリスク管理体制の整備を図るとともに、先物取引等に伴う委託証拠金等を取引先リスクに計上すべき資産に含めることを骨子とする自己資本規制の改正を近く行う予定であります。

ディスクロージャーについては、本年4月から開催しております企業財務課長の私的勉強会である「デリバティブに係るディスクロージャーのあり方に関する研究会」において、今後、デリバティブにかかる具体的な開示のあり方についても審議が進められる予定となっております。また、先の日本証券経済研究所の報告書においても証券会社におけるデリバティブの時価情報の開示の重要性が強調されており、これに呼応する形で、デリバティブ取引の情報に関する、証券会社による自主的なディスクロージャーの動きが始まっております。

一方、国際的な場においては、やはりベアリングズ事件を踏まえ、デフォルト処理のあり方も含めて、デリバティブを対象とする市場管理等の問題について更なる検討が行われるべきこと等を内容とするウィンザー宣言が5月に出されたところであり、これを受けて現在、証券監督者国際機構（IOSCO）の場において具体的な検討が開始されております。

### 2. 証券取引審議会での対応

私どもとしましては、このような内外におけるデリバティブをめぐる議論の動向、特にベアリングズ事件の教訓に鑑み、本年10月以降の証券取引審議会において、デリバティブ取引の健全性確保のための環境整備をどのように図っていくべきかについて多面的な審議をお願いしたいと考

えております。

デリバティブ取引についてはこれまでも必要に応じ措置をとってきたわけでありましたが、今一度基本に立ち返って、リスク管理、デリバティブにかかる会計・ディスクロージャー、取引所の諸制度のあり方等を検討し、それを前提として更にデリバティブ取引発展のための環境整備について、取引所及び店頭双方の市場のあり方をも含め、幅広く議論していただければどうかと考えております。

## Ⅶ. おわりに

以上、証券市場及び証券行政をめぐる諸問題について、私どもの考えを申し上げてまいりました。我が国の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。

大蔵省といたしましては、広く皆様の声にも十分耳を傾けつつ、証券市場の諸問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、一層の御理解と御協力を賜りますようお願いいたします。

最後に、皆様のますますの御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。