

証券市場をめぐる諸問題と行政

大蔵省証券局長 長 野 彪 士

【はじめに】

ただいま御紹介をいただきました証券局長の長野でございます。昨年も、この時期に、皆様方にお目にかかり、お話を申し上げる機会を得ましたが、それから、ちょうど1年が経ちました。引き続き、本年度も証券行政を担当していくこととなりました。どうぞ、よろしくお願い致します。

振り返ってみますと、この1年は、証券市場を含め、我が国金融・資本市場の将来のあり方について、抜本的な検討がなされ、基本的な方向性が示された重要な1年であったと言えることが出来ます。

御承知の通り、証券市場改革については、昨年6月の「証券取引審議会」の総合部会設置により、検討がスタート致しました。その際、日本の証券市場の真の活性化のためには如何なる改革が必要なのかを念頭に、証券市場・市場仲介者・証券行政のあり方について、タブーや聖域を設けず、あらゆる観点から検討を進めるという方針の下に、審議をお願いした次第であります。

その後、11月に、橋本総理より「金融システム改革」、いわゆる「日本版ピックバン」の推進について指示がありました。その指示は、「欧米の金融市場はこの10年間に大きく変貌し、これからもダイナミックに動こうとしている。優れた金融システムは経済の基礎をなすものであり、極めて重要である。我が国の金融市場がニューヨーク・ロンドン並みの国際金融市場として復権するよう全力を挙げて取り組んで欲しい。」というものでありました。

この総理の指示により、証券市場のみならず、金融市場全体を捉え、「2001年までに、フリー・フェア・グローバルの理念の下、我が国市場がニューヨーク・ロンドン並みの国際金融市場となつて再生することを目指す」という「金融システム改革」の検討が本格的にスタートし、証券市場改革の検討も、一層加速して進められることとなりました。

金融システム改革の具体的プランは、関係する5つの審議会において検討が進められましたが、外為法の改正については、「改革のフロントランナー」として、いち早く、1月に「外国為替等審議会」の答申が出され、改正法案の成立を経て、来年4月からの施行が決定致しました。そして、6月に、「証券取引審議会」、「金融制度調査会」、「保険審議会」、「企業会計審議会」の報告書が全て出揃い、金融市場改革に向けた全体の青写真が完成するに至った訳であります。

本日は、「証券市場を巡る諸問題と行政」というテーマでお話をさせていただくこととなっておりますが、やはり、中心となるのは、「証券市場改革」の問題であります。

証券市場改革を進めるに至った背景を踏まえつつ、改革の考え方、今後の改革の進め方、行政の

あり方などを中心に、お話をしたいと思います。

【証券会社を巡る不祥事について】

なお、それに先立ち、一言申し上げたいのが、最近の証券会社・銀行を巡る不祥事です。最近、金融を巡る不祥事が相次いで生じ、投資家や預金者の信頼を著しく損ねたことは、誠に遺憾な事態であると言わざるを得ません。

証券市場改革を成功させ、我が国の証券市場の活性化を進めるためには、投資家から信頼される透明・公正な市場を構築していくことが必須の課題であります。御承知の通り、大蔵省としては、去る7月30日、野村証券に対し、業務停止命令、業務改善指示を行ったところであり、更に、罰則の水準の引き上げなどを含む公正な取引ルールの整備を図ることとしております。

しかしながら、不祥事の再発を防止するためには、なによりも、まず、皆様方証券各社におかれて、企業倫理の確立を図ることが必要であり、また、証券界全体としても、事態を重く受け止め、再発防止に向けた取組みを進めていくことが必要であります。先般、日本証券業協会におかれては、自主規制機関として、特定の商品の販売ルールなどに関する行為基準の策定、内部管理の再点検、総会屋を含めた反社会的勢力との取引の排除など内容とする、再発防止の具体策を取りまとめたものと承っております。こうした措置が厳正に適用され、透明で信頼される市場の確立を図る上で一助となることを期待致しますが、本日お集まりの各社代表者の皆様方におかれましても、証券会社として課せられた社会的責任を改めて十分に自覚するとともに、企業としての倫理を徹底し、経営姿勢や経営管理を厳に見直すことにより、投資家の信頼に応えていくよう、強くお願いする次第であります。

【証券市場改革について】

不祥事に関連した取引ルールの整備については、後程改めて御説明致しますが、まず、証券市場改革全体の問題から、お話をさせていただきます。

今回、「証券取引審議会」が提示した改革のプランに対する内外の反応としては、各方面より、高い関心と評価が寄せられていると言つて良いのではないかと考えております。

その背景としては、昨年6月の審議開始後、11月の「論点整理」公表に至るまでの約半年間、何のための改革なのか、21世紀の証券市場はどうあるべきかについて、委員の方々に十分に御議論いただき、問題の所在と目指すべきビジョンについて、共通の認識をお持ちいただいたことが重要な要因として挙げられると思います。

こうした共通認識を抜きにして、個々の問題のみを捉えて議論を進めていくならば、或いは、様々な立場から、意見の衝突が生じたことも考えられますが、基本的考え方と方向性がまとめられ、議論の枠組みが提示されていった結果、個々の問題の方向性は、比較的明確に出てまいりました。

そうした議論を集大成したものが、6月の「報告書」であり、そこでは、我が国証券市場の抱える問題点を浮き彫りにした上で、改革を進める上で必要となる方策をパッケージとして提示し、供

せて実行スケジュールを示しました。これが、各方面から高い関心と評価が寄せられるに至った大きな要因ではないかと思ひます。

なお、今回の改革は、制度面でも、商法・会計制度・税制等を含めた幅広い範囲を包括する改革であり、同時に、市場利用者・仲介者・運営者など、市場に係わる全ての関係者の取り組みが求められる、極めて包括的な改革であることに留意する必要があります。それは、現在の我が国証券市場の抱える問題が極めて幅広く、抜本的な対応が求められていることの証左でもあらうと思ひます。

1. 証券市場改革の背景

それでは、まず、抜本的な証券市場改革が必要となった背景について、私なりにまとめて、お話ししたいと思います。

1. 日本経済の再活性化

市場改革が求められている背景として、まず、挙げられるのは、日本経済の再活性化が急務となっていることでもあります。

バブルの崩壊後、我が国経済は長い低迷を続けてまいりました。最近、「右肩上がり成長の終焉」といったことが良く言われておりますが、やはり、国民のかなりの部分が、「21世紀においても日本経済がこれまでのような活力を持ち続けていられるのか」、「国を支える新しい産業が育つていくのか」といった点に懸念を持ち、日本経済の先行きに不透明感を抱いているのではないかと考えております。21世紀を支えるニュービジネスが育つかどうかは、勿論、進取の気風に富んだ企業家の登場・活躍を待たなければなりません。しかし、少なくともそうした新しい芽を、市場が資金面でサポートすることは可能なはずで、例えば、アメリカでマイクロソフト社が勃興しようとする時、市場にそれをサポートするだけの準備体制が出来上がっていたことに注目する必要があります。ことに、マイクロソフト社が現在でも株式を登録しているアメリカのNASDAQは、ハイテク市場などと称され、アメリカ経済の現在の繁栄を支える一つの要素となっていることは、極めて示唆的と言えるのではないのでしょうか。我が国の金融・証券市場が、円滑に資金を供給していくこと、それが、新規産業の勃興に際して、重要な役割を果たすことになるかと考えております。

2. 高齢化社会における個人貯蓄

また、高齢化社会における個人貯蓄への対応の問題も見逃すことはできません。

御承知のとおり、我が国の個人金融資産は、1,200兆円にも上る巨額なものとなつております。

高齢化がここまで進んできた我が国において、この巨額の個人金融資産のうち、老後の蓄えといった性格のものが相当の部分を占めているのはある意味では当然のことです。そして、国民が老後を安心して暮らしていくためには、こうして蓄えられた金融資産が、それぞれの多様な運用ニーズに見合つて、より有利に運用されることが重要な課題であります。現在、我が国では、個

人金融資産の9割近くが、銀行預金などのいわゆる「間接金融」で運用されております。しかしながら、年金収支の悪化も指摘され、老後を自らの資産で支える必要性が増しつつあると言われ、今、豊かな老後を送るためには、画一的な資産運用を行うのではなく、運用手段の多様化を進めていく必要があるのではないか、ということが指摘出来るものと思います。

3. 国際的交流・競争の拡大

続いて、国際的交流・競争の拡大ということが挙げられます。

証券市場について申し上げますと、90年代に入り、東京市場は、バブルの崩壊とそれに続く景気低迷の中で、ニューヨークはおろか、ロンドンと比べても、停滞していると言わざるを得ない状況にあります。また、市場間競争が熾烈化する中で、ロンドン市場における日本株取引やシンガポール市場における日経225先物取引が活発に行われていることから、取引が海外へ流出しているのではないかと指摘もあります。殊に、こうした海外での日本株取引や、日本企業のユーロ債発行の際、取引の当事者が双方とも日本人という例があるとの指摘もありますが、こうした例は、我が国証券市場の競争力低下を端的に表していると言うことが出来るのではないのでしょうか。

最近、「大競争時代」といった言葉がもてはやされる中で、こうした国際的競争の拡大は、世間で度々取り上げられるようになっております。また、このような変化に対応していく必要性についても、社会的なコンセンサスが出来つつあるものと思われまます。

しかし、こうした国際化の進展の中には、単に競争としてだけ捉えるのではなく、「交流」として捉えるべき面もあるのではないかと考えております。

来年4月に新外為法が施行され、資金の自由な移動が可能になると、内外の資金が、より低いコスト、より魅力のある商品求めて流れていくことができるようになります。そうした状況の下では、コストが高く、魅力ある商品を提供することもできない市場からは、資金の流出が、これまで以上に進むこととなります。しかし、流出するだけではなく、逆に、取引コストの軽減と魅力ある商品の提供に成功すれば、外国からの資金を引き入れることも可能となります。

また、こうした資金の交流を通じて、我が国の豊富な金融資産を、アジアを始めとする外国の資金需要者に提供することもできます。1,200兆円の金融資産は、地球上の貯蓄の約3分の1に上るとの指摘もあり、これを全て国内への投資に振り向けるのは却って不自然であるとも考えられます。同時に、これは、経済大国としての我が国の責務を果たすことにもつながるものと思われまます。

4. 情報・通信技術の進歩

もう一つ、背景として挙げられるものとしては、情報・通信技術の著しい進歩があります。

御承知の通り、情報・通信技術の発達、金融取引の地理的・物理的な制約を大きく取り払おうとしております。現在でも、世界中の機関投資家が、国境を越えて取引を行っておりますが、

インターネットなどを活用すれば、機関投資家のみならず、個人でも、自宅に居ながらにして、海外市場で取引することが可能となりつつあります。外為法改正という制度面の見直しに加え、こうした技術進歩が与って、国境を越えた資金の移動は、よりスピードを増して進んでいくものと見込まれます。

また、情報技術の発達は、単に地理的な制約を取り払うだけではなく、新しいタイプの商取引を生み出しつつあります。証券取引は、そもそも情報のやりとりが中心で電子化に馴染みやすいという性格を持っており、コンピューター・ネットワークを活用した証券取引やディスクロージャーの電子化などが世界的に発達しつつあります。こうした取引の電子化は、取引コストの低下、利便性向上を通じ、市場参加者に様々な利益をもたらすものであり、積極的に推進していく必要があります。

5. 我が国証券市場の課題

このように、世界中の企業や投資家が、より便利で効率的な市場を求め、国境を越えて資金の調達・運用を行っている中で、我が国の企業や投資家が、海外市場も含めて利便性の高い市場を十分に活用していくことは、金融資産の効率的な運用や新規産業への資金供給のため、必要な要請となっているものと思います。また、世界中の企業や投資家が我が国の市場を自由に利用できるようにすることは、我が国の国際的な責務であると言えます。

こうした要請に応えていくためには、我が国の金融・証券市場をグローバルな市場の一角に明確に位置付けるとともに、多様な商品・サービスの提供を可能とする効率的な市場を構築していくことが求められます。

そのためには、従来の「間接金融」に大きく依存したシステムでは限界があり、「直接金融」の果たすべき役割を高めていくこと、いわば、「直接金融の復興」を図っていく必要があるものと考えまます。

その際、興味深いのが、アメリカにおける個人金融資産の多様化の過程であります。1970年代前半のアメリカにおいては、個人金融資産における「間接金融」のウェートが高まり、1975年には、個人金融資産の7割近くが預貯金などの「間接金融」で運用されておりました。そうした中で、1975年に、株式委託手数料の完全当由化をはじめとする抜本的な市場改革、いわゆる「メーデー」が行われました。このメーデーを契機として、再び資金が「直接金融」へ戻ってくるようになり、今日では、「直接金融」は個人金融資産の43%を占め、「間接金融」の占める割合は57%にまで低下しました。しかも、「間接金融」のうち半分以上は年金資産が占めており、預貯金だけを取ってみれば、個人金融資産のわずか16%に過ぎません。

こうした米国の状況にあるべき姿と申し上げる訳ではありませんが、資金調達・運用の双方のニーズが多様化していく中、それぞれのニーズに合った調達・運用手段を提供するためには、直接金融の割合を高めていくこと、即ち、「証券市場」の活性化を図ることが求められており、一方で、「取引の海外市場への流出」といった現象が生じていることを見ると、我が国の証券市場

が抱える問題点を根本的に改善していくことが課題となっているものと考えます。

Ⅱ. 改革の基本的方向性

以上、証券市場改革が必要となるに至った背景について、私なりにまとめて述べさせていただきます。

こうした背景に立った場合、証券市場改革の基本的方向性は、次第に見えて来るのではないのでしょうか。

1. 資金調達者・運用者に対する有利な調達・運用の場の提供

まず、証券市場改革に当たって、最も重視すべきは、国の内外を問わず、資金調達者・資金運用者にとって、それぞれ最も有利な調達・運用の場を提供するという点にあります。

そのためには、我が国の証券市場を内外に開かれた、使い易く効率的な市場とすることが必要となります。我が国の1,200兆円の個人金融資産と世界屈指の経済力を考えれば、世界的市場となりうる条件は十分に備えておりますが、問題は、多様な商品・サービスの提供を可能とし、効率的な取引がなされる市場基盤を整備していくことであります。

次いで課題となるのが、市場仲介者の活性化であります。市場を円滑に動かす役割を果たす市場仲介者が、東京市場を含むグローバルな市場の中で、その力を発揮できるよう、活動範囲を広げ、事業の活性化を図っていくことが必要となっておりま

2. 漸進的な規制緩和から抜本的市場改革へ

また、改革の進め方としては、「漸進的な規制緩和から抜本的市場改革へ」ということが必要となってまいります。金融のイノベーションが急速に進む中で、効率的な資金配分を行うためには、個別の商品の出現に対応し、徐々に枠組みを見直していくのではなく、競争的な環境を整備し、競争の中で多様な創意工夫の発揮を促すことが必要であります。

3. 自由な市場環境整備と公正な市場の担保

なお、金融市場改革には、「フリー・フェア・グローバル」という3つの視点がありますが、このうち、「フリー」と「フェア」には、とすれば相反する場面が出てまいります。即ち、自由な市場を形成し、様々な形態の取引が増加すれば、同時に、不公正な取引が行われる可能性も増大してまいります。従って、競争的な市場環境を整備すると同時に、信頼される公正な市場規律を維持するために、それを担保するルールや、ルールを実効あるものとする監視・処分体制の充実が必要となってまいります。

Ⅲ. 改革の具体的内容

それでは、次に、具体的にどういう改革を進めていく方針であるのかについて、御説明致します。

ここでは、改革のための施策を、便宜上、4項目、即ち、

- (1) 投資家・資金調達者の選択肢の拡大に資するもの
 - (2) 利用しやすい市場の整備に資するもの
 - (3) 仲介者サービスの質の向上及び競争の促進に資するもの
 - (4) 信頼できる公正・透明な取引の枠組み・ルールの整備に資するもの
- に分類して、その内容を御説明したいと思います。

(1) 投資家・資金調達者の選択肢の拡大

まず、「投資家・資金調達者の選択肢の拡大」について御説明致します。先程申しました通り、証券市場の基本的役割は、投資家・資金調達者に対し、ニーズに合った投資対象・資金調達手段を提供することであり、そのためには、双方に多様な選択肢を提供することが基本となります。多様な選択肢を提供するためには、事前の取扱規制は無くし、競争の中で自由な商品開発を促していく、そうした基盤を整備することが必要であり、ここでは、このような選択肢の拡大を図るための方策について、ご説明させていただきます。

(1) 社債

まず、「社債」に関して申しますと、昨年、適債基準の撤廃などを行ったことにより、発行市場の自由化はほぼ完了したと言えます。

このほか、社債商品の多様化も着実に進展しており、最近では、永久債・MTN（メディアム・ターム・ノート）について、法務省との協議の上、所要の整備が行われ、その利用が可能となりました。なお、MTN（メディアム・ターム・ノート）については、先般、国内で最初の設定例が見られたところであります。

今後、社債市場の発展にあたっては、流通市場の整備が重要となりますが、この点については、社債の受渡し・決済制度のオンライン・ネットワークの中核となる債券決済ネットワークが本年中に稼働すると見込まれており、一層の改善が進むものと考えております。

(2) 証券デリバティブの全面解禁

次いで、デリバティブ商品に関して申しますと、デリバティブ商品は、御承知の通り、金融市場の自由化や金融技術の発達などを背景に、リスクヘッジや資産運用ニーズに応えるものとして、世界的に取引が拡大しつつあります。しかしながら、これまでの我が国の状況を見ると、海外市場で扱われているデリバティブ商品が国内では扱えないといった問題があり、そのため、「証券取引審議会」のデリバティブ特別部会において、デリバティブ取引の多様化について審議がなされました。これを受け、まず、先般、証券取引所での個別株式オプション取引が開始されました。更に、店頭デリバティブ取引についても、証券取引法等の改正により、全面的な解禁を図ることとしております。また、新しく導入される有価証券関連の店頭デリバティブ取引については、原資産の受渡しを伴わない範囲で銀行も行えることとし、より多くの仲介者が、金融・証券技術を競い合うことが出来るような仕組みとする方針であります。

このように、デリバティブ商品について、商品面の多様化と取扱い可能な仲介者の範囲を拡大することで、取引の活性化が期待されますが、同時に、デリバティブ取引の活発化は、現物市場と合わせた証券市場全体の活性化にも繋がっていくものと考えられます。

(3) 投資信託の整備

ついで、投資信託に関して申し上げますと、投資信託は、ノウハウや資金の面で市場に直接参加することが難しい個人投資家に証券投資の道を開くといった点で重要な意義を持っており、アメリカにおいても、ミューチャル・ファンドが個人投資家の資金の主要な運用先の一つとなっており、層の厚い証券市場を支える役割を果たしていることは、御承知の通りであります。

商品性の多様化という点からは、先般、MMF、中期国債ファンドの入金単位・解約に関する制約を撤廃した他、10月1日より「証券総合口座」の導入を可能とすることとしております。これに加えて、多様なニーズに応える新しい枠組みである「私募投信」、「会社型投信」についても、法制度の改正により、導入を図る方針としております。また、販売ルートの多様化という点で、銀行における投信窓面について、12月1日より、投信委託会社が銀行から店舗を借りて投信受益証券を販売することを認め、次いで、銀行などの本体による販売を可能とする法改正も行う方針であります。

このように、商品・販売ルートの両面で多様化を進めていくことは、個人投資家を初めとする多様な投資家の市場参加を促す効果もあるものと思われれます。当然のことながら、そのためには、同時に、投資信託の運用実績を高めるといった努力も必要となりますが、制度面での見直しと運用面での努力がなされることにより、裾野が広く層の厚い証券市場の構築が図られ、証券市場全体の活性化に寄与していくことが期待されます。

(4) 株式等の魅力の向上

なお、今、述べてきましたのは、あくまで「選択肢を拡大するための枠組み」であり、投資対象の魅力は、究極的には発行体にどれだけの魅力があるか、どれだけの魅力を提示できているかによって決まっております。特に、株式については、企業に、資金を有効に活用する能力と、その果実を株主に還元する意志があつて初めて、魅力ある商品となることが出来るものと考えます。

また、株式の魅力向上という点から、株式の持合いの問題も重要となっております。つまり、株式の持合いは、個々の経営政策的な要因に基づく投資尺度を市場に持ち込み、これにより株価や配当政策に影響が生じ、投資家の株式への投資意欲を阻害するといったように、市場メカニズムの発揮を妨げているという指摘がなされております。そうした状況が継続すれば、幅広い投資家が市場へ参入していく意欲を減退させ、証券市場の活性化を妨げる要因となっていく可能性も出てまいります。

今後、個人を初めとする投資家にとって、証券市場を魅力あるものとするためには、発行体の意向よりも、資金運用者の意向がマーケットで大きく反映する仕組みを形成していくという

ことが基本となるのではないのでしょうか。即ち、「投資家が発行体をチェックし、発行体としては、市場を通じ、株価の変動という形で、そのメッセージを受け取る。発行体としては、投資家から集めた資金を活用して収益を上げ、それを還元するための努力を払う」といった投資家と発行体との関係の活性化が重要であり、それは、長期的に経済の活性化に繋がるものと考えます。

この点は、次に述べる「利用しやすい市場の整備」にも関連する問題ですが、発行体としても、企業経営のあり方、株式の持合いのあり方といった問題に、目を向けていくことが求められているものと考えます。

2. 利用しやすい市場の整備

次に、「利用しやすい市場の整備」について御説明致します。

選択肢を拡大するための枠組みが整備されたとしても、資金調達者・資金運用者に、それぞれ最も有利な調達・運用手段を提供するためには、双方のニーズを媒介する市場が効率的に機能していることが必要であります。更に、ニーズの多様化、金融技術の進歩の中、単に個別市場の効率性に目を向けるのではなく、市場間においても競争を進めていく必要があります。

(1) 取引所集中義務の撤廃

この関連で、まず、「取引所集中義務」について御説明させていただきます。御承知の通り、投資家のニーズが多様化するに伴い、例えば大口・バスケット取引についても、その取引ニーズが高まっているものと考えられます。しかし、こうした取引を取引所の中で行う場合、マーケットインパクトの問題や、多様な銘柄を一括的に処理することの困難さなどから、効率的な取引を執行出来ず、投資家が、時間的なリスクや、価格を予め想定できないといったリスクを負う場合が出てまいります。

また、通信情報技術の進展という側面も無視することは出来ません。情報が瞬時に伝達されるようになれば、これまでの取引所の枠組みを越えた様々な取引形態が可能となってまいります。現に、海外では、インターネットなどを利用した多様な取引が出現しており、技術の進歩により、今後、取引の多様化は益々進行していくことが見込まれます。内外の市場間競争が高まる中、国内で制約のある取引が、海外市場で可能であれば、すぐに「取引の流出」という結果を招くことが避けられません。

このように考えれば、取引所集中義務は見直し、取引所外での取引も認めていくことが必要となっております。そうすることにより、市場参加者はニーズに合わせて取引の場を自由に選択できるようになるとともに、市場間の競争を通じ、取引の多様化・効率化が促進されると考えます。

しかし、ここで考慮しなくてはならないのは、「フリー」を促進するに当たっては「フェア」の面からの検討も必要であるということです。取引所集中義務を撤廃し、多様な取引を提供できる枠組みが整っても、それが不透明なものであり、投資家から敬遠されるようでは意味があ

りません。そのため、取引の公平性・透明性確保の観点から一定の措置を講じる必要があります。具体的には、取引所外取引での価格・約定数量等の報告・公表といったディスクロージャーの整備、公正な取引を確保するためのルール整備などを図っていくこととしております。

(2) 店頭登録市場

次に、投資家の取引ニーズに対応していくためにも、また、次代を担う成長産業への資金供給を図っていくためにも、「店頭登録市場」は、今後一層重要な役割が期待されています。さらにアメリカではNASDAQがNYSEに並ぶ市場にまで成長しており、これらが市場間競争を活発に行う中で、アメリカ全体の証券取引の深みが生まれ、これが、今日のアメリカ経済の繁栄に貢献している一要素となっていることから、わが国の店頭登録市場においても、その特徴を生かして、取引所市場と健全な競争を行っていくことが期待されます。そのため、従来からの取引所市場の補完であるとの位置づけを見直し、取引所市場との健全な競争を通じて効率的な市場を構築するとともに、店頭登録市場のマーケットメイク機能を強化していくことによって、店頭登録市場の活性化を図る必要があると考えます。

このことを念頭において店頭登録市場の現状を見た場合、問題の一つとして、株式の公開後しばらくすると流通量が乏しくなり、取引リスクが大きくなるケースが多いことが指摘されています。こうした問題に対応するため、本年7月から借株制度が導入されました。さらに、10月より信用取引制度や発行日取引制度についても導入されることになりました。こうした一連の施策によって、流動性を増加させ、需給の厚みを持たせることとなり、店頭登録市場の効率化・活性化を図ることができるものと期待されます。

(3) 未上場・未登録株式の取扱い

さらに、ベンチャー企業育成という点では、既に上場・登録済の企業だけでなく、未だ上場・登録していない新興の企業に対しても、資金調達の間を与えていく必要があります。また、投資家の多様な運用ニーズに対応していくためにも、わが国市場を米国のような多重構造的な市場にしていくことが必要であると考えられます。しかし、未上場・未登録株式については、相対的にリスクが高いにもかかわらず、十分なディスクロージャーがなされていないことから、これまでは証券会社の投資勧誘や公募の取扱いが認められていませんでした。

こうした観点から、本年7月、未上場・未登録株式についても、価格情報の提示、適切なディスクロージャー等のルールの整備が図られることとなり、これによって証券会社による未上場・未登録株式の取扱いが解禁されました。今後、ベンチャー企業に対して資金調達の間を提供していくものと期待されます。

このように、「取引所市場と店頭市場、取引所外市場とが互いに競合し合うことにより、資金運用人・調達者に対して、ニーズに合った取引の間を提供し、更に、未上場・未登録株式の取引がそれを支えていく」という重層的な構造を形成することにより、証券市場全体の効率化と、新規産業への円滑な資金供給の基盤が形成されることが期待されることとあります。

3. 仲介者サービスの質の向上及び競争の促進

次に、「仲介者サービスの質の向上及び競争の促進」について御説明させていただきます。

市場や商品に関する環境整備が進められるとしても、資金調達者や運用人が市場へ参加する際のアクセスとしての役割を担い、同時に、ニーズに合った商品・サービスを開発・提供していくのは、本日お集まりの皆様方であり、このような役割は、証券市場改革が進む中においても、益々、重要性を増していくものと考えております。

つまり、今後、資金調達者・運用人のニーズが多様化していく中であって、多様なニーズに対応していくためには、市場仲介者が一層の創意工夫を発揮していくことが求められてまいります。そのためには、様々な商品・サービスを提供することが出来るよう、市場仲介者の活動できるフィールドを大きく広げていくとともに、市場仲介者自身の経営の多様化・差別化が求められてくるものと考えます。

なお、御承知の通り、証券業・金融業は、高い付加価値を生み出す産業であり、その活躍の間を広げることは、我が国経済における雇用と所得の創出という意味においても、重要であると考えております。

(1) 証券会社の業務の多角化

まず、業務の多角化について申し上げます。仲介者の業務の多様化・差別化のためには、やはり、これまで専業制とされてきた証券会社の業務範囲の見直しが必要となってまいります。従って、証券総合口座やラップ・アカウントといった個別商品の導入とともに、これまで専業制とされてきた証券会社の業務範囲を自由化して、証券会社の収益源を多様化し、各会社ごとに創意工夫を生かした多様な経営が行われる基盤を整備する方針であります。

また、業務展開の多様化を図っていく観点からは、持株会社を活用していくことも有効であると思われます。そのため、預金者、投資家、保険契約者の保護などを図る枠組みの整備を進めた上で、証券会社が持株会社を利用していけるような措置を講ずる予定としております。

(2) 株式委託手数料の自由化

次に、株式委託手数料の自由化について御説明致します。この問題に関しては、従来より、株式の流通コストの問題として認識され、それが高いか低いかという、いわば「水準論」で議論されることが多いように思われますが、むしろ、証券会社が如何なる営業方針・営業形態を採っていくかという観点から捉えていくべき問題であり、ここで説明させていただきます。

従来は、一定の範囲の業務に対し、一定の手数料を徴収するという仕組みでありました。しかし、今後は、アナリスト的な分析・情報提供を含めた高度なサービスを提供して、その対価として手厚い手数料を貰う場合もあれば、顧客の指示通りに注文を繋ぐだけの業務に徹するような場合など、多様な営業形態が出てくるものと思われます。

つまり、従来は、一定の収益率の下、「量の競争」に止まっていたのに対し、手数料の自由化は、業務の多角化と相まって、仲介業者の事業・サービスの多様化を進めていく契機となり、仲介活動全体の活性化に繋がっていくものと考えます。

なお、米国においては、1975年の株式委託手数料自由化、いわゆるメーデーの後、証券会社の多様化と差別化が進行し、収入に占める委託手数料の割合が約50%から20%を下回る水準にまで低下するなど、収入源が多様化する一方、証券業に携わる人員の数や収益は増加の一途を辿るなど、着実な発展が遂げられていることも注目すべきではないでしょうか。

委託手数料自由化のスケジュールは、市場参加者全体に大きな影響を及ぼすものであり、「証券取引審議会」においても活発な議論が行われてまいりました。その結果として、①「来年4月には売買代金が5千万円を超える部分を自由化し」、②「その後、業務多角化といった環境整備、新商品の導入、システムの対応などが図られた上で、99年末には手数料の完全自由化が実現されていることが適当である」という結論がまとめられました。同時に、完全自由化については、「出来る限り早期の完全自由化が、市場利用者にとっても、市場にとっても望ましいので、市場関係者の努力を期待したい」とされております。金融・証券市場を巡る内外の状況は、よりスピードを増して変化するものと見込まれ、出来る限り早期の自由化に向け、皆様のご努力を期待したいと思っております。

(3) 参入規制の改革

続いて、参入に関する問題ですが、競争環境を整備し、多様なサービスを提供していくことにより証券市場の活性化を図るという観点からは、出来るだけ自由な参入が保証され、多様な仲介者の活躍を可能とする制度を構築することが基本となります。しかし、「フェア」を担保するという観点からは、仲介者として求められる最低限の水準を維持すること、不適切な行為がないかを継続的に監視・監督していくことも必要となってまいります。「証券取引審議会」においては、こうした点を踏まえ、証券会社について、登録制を原則とするともに、引受業務や店頭デリバティブ業務といった高度なリスク管理が求められる特定の業務については、必要な仲介者の質を確保する観点から、認可制とすることを検討すべきとの結論が導かれました。今後、こうした方向に沿って、法律改正を行っていく方針としております。

なお、銀行・信託銀行などからの参入については、銀行経営の健全性維持や利益相反による弊害防止の観点から、業態別子会社方式による参入という考え方を維持しつつ、本年10月1日より、証券子会社の、エクイティものの流通業務、現物株式の受渡しを伴う取引を除いた株価指数先物・株価指数オプション取引を解禁し、残された業務規制についても、99年度下期中に撤廃することとしております。

このように、今回の改革では、仲介者たる証券業者の業務の多様化・差別化を可能とするという観点に立ち、制度的な見直しを行うこととしております。つまり、商品・市場の両面において自由度を増加させるとともに、市場の仲介を担う証券業者の活動のフィールドを広げ、それにより、証券業の活性化を図り、国際的にも競合し得る基盤を整備するための見直しであります。

4. 信頼出来る公正・透明な取引の枠組み・ルールの整備

これまで、「フリー」という方向性を重視した事項を中心に述べてまいりましたが、自由な市場環境の中で、「フェア」を維持するための枠組みが重要となります。以下、「信頼できる公正・透明な取引の枠組み・ルールの整備」について、

(1) 「ディスクロージャーの充実に係る措置」

(2) 「取引の公正・公平性の担保のための措置」

に分けて御説明したいと思います。

(1) ディスクロージャーの充実

多様な商品が提供されていく中、ディスクロージャーの充実により、投資家に対し、投資対象のリスクとリターンを周知することが、従来以上に重要となってまいります。また、企業活動が国際化する中、ディスクロージャーの基準についても、国際的なレベルを踏まえ、見直しを図っていくことが必要となります。こうしたディスクロージャーの充実・徹底は、投資家の自己責任原則の前提となるものであり、証券市場改革のインフラ整備として喫緊の課題であります。

① 連結財務諸表制度の見直し

まず、「連結財務諸表制度の見直し」について申しますと、企業活動の多角化が進展する中で、企業の側においても連結経営を重視する傾向が強まり、同時に投資家の側においても、企業グループ全体を捉えた情報を求める傾向が強まっております。こうした考え方に立ち、企業集団全体のリスクとリターンの関係が投資家に明示されるよう、企業情報に関する記載を連結ベース主体へ転換するとともに、連結範囲の拡大を行うこととしております。なお、スケジュールとしては、この措置は、企業の会計処理の抜本的な見直しを迫るものであり、コンピュータ・システムの構築といった準備も必要であるため、99年3月期から段階的に実施することとしています。

② 金融商品に関する会計基準の整備

次に、金融商品に関する会計基準の整備については、本年6月に「企業会計審議会」より、有価証券・デリバティブ等の金融商品について時価評価の導入を検討することを中心とした金融商品の会計基準に関する論点整理が公開され、その他、「企業年金に関する会計基準」「研究開発費に関する会計基準」の整備に関する検討も、企業会計審議会において進められております。いずれの事項も、来年夏を目途に報告を取りまとめる予定であります。

③ 会計士監査の充実

なお、複雑化する企業の経済・金融活動に対応して、適正なディスクロージャーを確保していく上で、会計士監査の充実も重要であります。こうした観点から、昨年9月以降、公認会計士審査会において、会計士監査の充実に関する検討が行われ、本年4月、具体的施策の提言がなされました。提言に掲げられた具体的施策である、会計士と監査役や企業の内部審査部門との連携、監査の事後審査の実施などについて、現在、日本公認会計士協会を中心として対応が進められています。

④ ディスクロージャーの電子化

また、ディスクロージャーの効率化を図るため、ディスクロージャーの電子化についても検討を進めております。本年4月から、東京大学の江頭教授を座長とする「電子開示研究会」において検討が開始され、先般、電子開示システムの具体的なスキームなどについて方向性が出されたところであります。

御承知の通り、アメリカでは、いわゆる「エドガーシステム」が昨年から本格的に稼働しており、関係書類の提出から縦覧までをコンピュータで処理し、更に、インターネットで投資家に対し24時間無料で情報を提供しております。

現在、我が国で検討されております電子開示システムは、「エディネット」として、2000年からの本格的導入を目標としております。これにより、投資家は、インターネットなどを通じて、タイムリーに、また容易に情報を入手することが可能となり、また、発行体としても、書類提出のための時間・コストが節約され、事務負担が軽減されるとともに、証券発行の機動性が増すなど、様々な効果が期待されてまいります。

(2) 取引の公正・公平性を担保するための施策

続いて、取引の公正・公平性を担保するための施策について御説明いたします。

この点については、冒頭申しました通り、金融不祥事が相次ぎ、投資家の信頼を著しく損ねるという事態を重く受け止め、市場改革のテーマの中でも、とりわけ重視すべき課題と考えております。商品や市場、仲介者の自由度を高めるとしても、そもそも、市場に対する投資家の信頼が失墜してしまえば、市場の活性化は望むべくもありません。そうした観点に立ち、以下の施策を進めていくこととしております。

① 公正取引ルールの整備

まず、公正取引ルールの整備について申し上げます。市場に対する国民・投資家の信頼を回復し、我が国市場をより魅力あるものとしていく上で、公正取引ルールの整備が極めて重要な課題となっております。特に、インターネットをはじめとする新しい取引手法の出現、デリバティブなどの新商品の出現、仲介業者の業務の拡充などが進展し、これまでの取引の枠組みでは捉えられないものが出てきており、取引ルールの面での適切な対応が求められております。また、証券取引法違反などに対して定められているペナルティについても、証券会社の不祥事に対する批判が高まる中で、より充実する必要があるとの指摘があり、罰則の水準の引き上げなどについて、検討を進めており、まもなく招集される予定の臨時国会にて法案提出の予定としております。

また、複雑化・多様化する証券市場の公正さの担保には、ルール整備とともに、その遵守を監視し、適正に処分する監視・処分体制の充実を図っていくことが必要であります。

国際的に公正で透明な市場との評価を受けるためには、不公正な行為がなされないということ自体が重要であるのは当然ですが、不公正な行為がなされた場合にも、それが必ず処罰され、厳正に処分される体制となっていることが、必要となっております。例えば、アメ

リカにおいて、1996年だけで、SECの刑事告発が78件、行政処分が453件ありましたが、それでニューヨーク市場の評価が下がったことはないものと思われます。「おかしいことがあれば近寄らない」のではなく、「おかしいことをする人もいるかもしれないが、必ず罰せられる」という信頼を得ることが、重要と考えられます。

② 有価証券定義の拡大

次いで、「有価証券定義の拡大」について御説明いたします。この点については、「商品の多様化」の面で論ずることも可能ですが、公正・公平性を担保するための施策として整理致しました。御承知の通り、証券取引法では、有価証券取引における投資家保護のためのルールが定められており、新しい形態の投資商品が有価証券に含まれるか否かは、この投資家保護ルールが適用されるか否かという問題に直結するためであります。

現在の証券取引法における有価証券の定義は、個別列挙方式であり、新しい商品に対して、必ずしも機動的に対応出来ないという問題があります。従って、有価証券の定義について、明確性を保ちつつ、より広範な商品を包含できる規定振りを見直すとともに、個別商品の指定を機動的に行っていく方向で、見直しを行うこととしております。具体的には、カバード・ワラントやDRなどの商品を新たに有価証券として指定することを考えております。

また、今後、金融システム全体の改革がなされ、仲介者や商品・サービスの多様化が進む中で、市場性の低い商品までを含め、様々な商品と金融サービスについて、どのような投資家保護を図っていくべきかについて、検討が求められてくるものと思われます。やや中期的な課題となりますが、こうした観点から、全ての市場参加者に共通に適用される横断的なルールを定める法律、いわゆる金融サービス法といったものの視野に入れ、検討を行っていく必要があるものと考えております。

③ 証券取引における紛争処理制度の整備

なお、自由化の進展に伴い、取引ルール違反以外にも様々なトラブルが増加してくることが予想されます。そこで、取引当事者同士の民事上のトラブルを解決するための紛争処理体制を整備していくことも課題となっております。現在、行政による仲介と証券業協会による苦情処理、斡旋・調停制度が設けられていますが、諸外国の例を参考に、自主規制機関による当事者間の和解のための処理スキームの充実を図っていく必要があると考えています。

④ 分別管理の徹底及び寄託証券補償基金制度の拡充

次いで、「分別管理の徹底及び寄託証券補償基金制度の拡充」について申し上げます。証券会社間の競争が行われる過程で、参入する証券会社が増加するとともに、退出する証券会社の中にも退出の過程で投資家が不測の損害を被ることとなる可能性があります。したがって、証券会社に預けられている顧客の資産は、証券会社の資産から区分して管理され、証券会社の破綻の場合にも、資産が顧客に適切に返還されるように措置する必要があります。また、その上で、なお、十分な情報を持たない一般投資家が損害を被った場合には、

一定の補償が行われるようにするため、自主的な基金である現行の「寄託証券補償基金」を証券取引法上の法人として位置づけ、その制度の整備・拡充を図る方針であります。

Ⅳ. 今後のスケジュール

次いで、今、申し上げてまいりました方策の実施に向けた、今後のスケジュールについて申し上げます。

「証券総合口座の導入」など、法改正を伴わないものについては、実務的な検討に、既に着手し、準備が整ったものから、実施することとしております。また、証券取引法違反に対する罰則の水準の引き上げなどについては、まもなく招集される予定の臨時国会にて、法案提出の予定としております。

しかし、これだけ抜本的な改革ですので、やはりかなりの項目が法改正を伴い、検討に時間を要するものとなっております。このうち、証取法や投信法といった既存の業法の改正で対応できるものもありますが、中には、既存の法律の枠を越えた積極的な取組みを必要とするものがあり、市場活性化のための特別法とも言うべき新法の策定も考えております。

これらの立法措置の細目は、「証券取引審議会」に「公正取引部会」及び「市場整備部会」といった専門の部会を設けて、検討していただくこととしております。

改革は喫緊の課題であり、出来るだけ早期に実施に移してまいりたいと考えておりますが、広範かつ根本的な法律の見直しが見込まれており、準備にはかなりの時間が必要と考えられます。しかし、何とか来年明けの次期通常国会には改正法案を提出したいと考えております。

【金融行政機構改革について】

最後に、今後の金融行政機構改革について、御説明させていただきます。

今回の金融行政機構改革の基本的な考え方は、総理府の外局として、金融監督庁を新設し、検査・監督機能を移管し、大蔵省は、市場信用秩序の維持を担当するというものであります。証券取引等監視委員会が行っている証券取引等の監視事務についても、検査・監督機能とともに、金融監督庁に移管されることとされています。

証券関係の行政については、今申し上げた方向性により、証券会社に対する免許、認可、業務停止命令といった機能は、金融監督庁に移管されることになります。

大蔵省に残る部分の機構改革としては、証券局と銀行局を統合するほか、証券取引審議会・金融制度調査会・保険審議会を統合し、新たな審議会を設置する方向となっております。

金融監督庁、及び、証券局・銀行局統合後の局の機構については、詳細は10年度予算編成の中で検討することとされており、平成10年4月1日から7月1日までの間に政令で定める設置法施行の日までの間に検討が行われることとなります。

【おわりに】

以上、証券市場改革の問題を中心に、お話を申し上げてまいりました。

当然のことながら、証券市場改革は、制度面の整備を進めるだけでは、実現することは出来ず、市場に携わる関係者の全てが、不斷の努力をなすことにより、初めて実現が可能となるものであります。

まず、発行体である企業は、株主を重視した企業経営に転換していく必要があります。日本の企業経営者は、自らの勤務する企業のことを「わが社」と表現するのに対し、欧米企業の経営者は、株主に対し「ユア・カンパニー」という言葉を使うということが言われております。こうした点にも端的に現れるように、企業経営の上で、如何に投資家を重視していくかが重要となってまいります。

また、投資家においても、自己責任を十分に自覚した上で、発行体をチェックしつつ、自らの判断で投資を行っていく必要があります。個人の投資を活発化させ、市場の裾野を広げていくとともに、投資家が発行体の努力を促す状況を作っていく限り、世界に通用する市場にはなりえないものと考えます。

市場の仲介者である皆様には、この両者を取り持つものとして、その役割の重要性を十分に認識しながら、一層の創造性を発揮していただく必要があります。画一的な営業という発想から脱却し、資金運用者、資金調達者のニーズに応えるような商品・サービスを提供していくことが求められております。

私は、こうした取組み全体が、パッケージとして改革を推し進めていけば、必ずや、我が国証券市場の活性化が成功し、世界をリードする市場として再生するものと確信致しております。

なお、市場改革が進展する中で、イギリスのビッグバンを念頭に置いて、日本の金融機関、証券会社の国際競争力を懸念する声が聞かれております。しかし、私は、我が国の金融産業の潜在力は、もっと高く評価すべきと考えています。堂島の米相場で、世界に先駆けて、商品先物取引が行われておりました。このことからわかりますように、日本国民は金融の世界においても、これまで未知の分野を開拓する能力を発揮してきた歴史があります。皆様方も、新しい環境の下で、必ずや、そうした革新的な能力を発揮し、真にグローバルに活躍するプレーヤーとなり得るものと確信しております。

最後に、皆様方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。御静聴ありがとうございました。