

証券市場

第1章 平成元年4月～平成4年7月¹⁾

第1節 証券市場の動向

1 株式市場の動向

(1) 流通市場の動向

平成元年度の株式市況は、4月から5月上旬にかけては、新営業年度への先高期待感等から上昇基調で始まり、6月に入ってから公定歩合の引上げや急速な円安等により一時下落したものの、7月から8月中旬にかけては、急速な円安進行も一服したことや米国金利の低下傾向を好感して上昇基調で推移した。8月下旬から11月上旬にかけては、円安進行による国内金利の上昇懸念等から調整局面となったものの、その後は米国の金融緩和観測や東西緊張緩和等が好感され再び上昇基調となり、年末の12月29日には、日経平均株価は3万8915.87円（以下、本文中の株価の値は、日経平均株価をいう。）と史上最高値を記録した。平成2年に入ってからのは、一転して、平成元年末における株価急騰の調整に加え、金利上昇、円安等外部環境及び株価の先行き不透明感などから、急落商状となり、株安、円安、債券安のいわゆるトリプル安の状況となった。²⁾

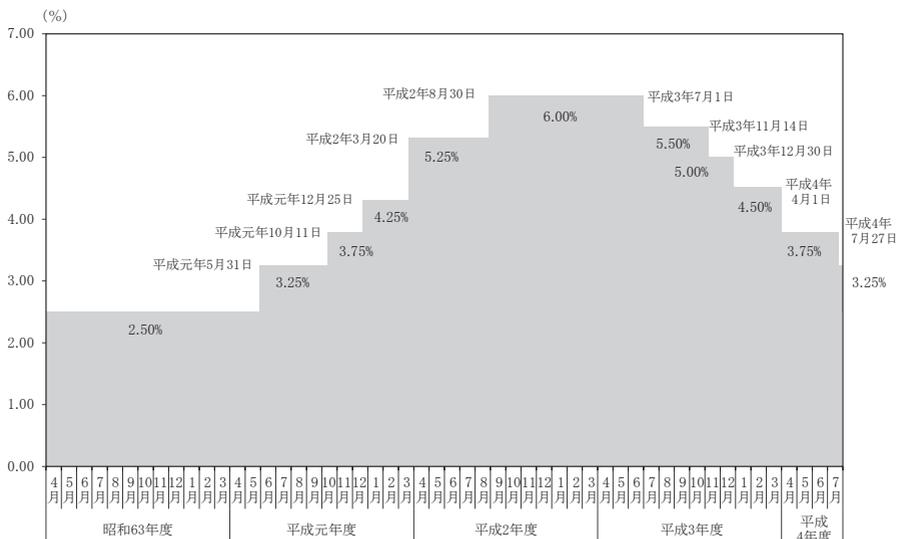
平成2年度の株式市況は、4月2日に年初来の最安値となる2万8002.07円を記録したが、市場関係者間に株価の底入れ感が出たことなどから反発に転じ、さらに円相場等の外部環境の好転もあって、5月中旬からはおおむね3万円台前半で推移した。しかし、7月下旬以降は、金利の上昇等から再び軟調な展開となり、8月2日にイラク軍のクウェート侵攻が伝えられると市況は一段と軟化し、10月1日には取引時間中に一時2万円台を割り込んだ。この間、取引高の増加した先物市場が薄らいとなった現物市場に与える影響への懸念が高まり、東京証券取引所等は8月23日、株価指数先物・オプション取引の委託証拠金率等の引上げ等の措置を発表した。また、10月1日には、大蔵省から委託保証金の担保掛目の引上げ等からなる株式市場対策が公表された。10月に入ってからのは、この株式市場対策や円高進行等が好感されて株価は急反発に転じたものの、高値警戒感や中東情勢の不透明感などから反発と調整を繰り返した。

12月下旬から平成3年1月中旬にかけては、中東情勢に加え、ソビエト社会主義共和国連邦（以下、「ソ連」という。）情勢の先行き不透明感から再び調整場面に転じた。1月17日には湾岸戦争が勃発したものの、戦争の早期解決期待やニューヨーク市場の株高等を好感して、反発に転じ、2月中旬からはおおむね2万5千円台から2万6千円台で推移した。なお、湾岸戦争の勃発時には、各証券取引所では、市場の混乱を回避する観点から、理事長談話が公表され、投資家に対して冷静かつ慎重な投資行動を要請するとともに、きめ細かい売買管理を実施した。³⁾

平成3年度の株式市況は、4月以降、金利動向の先行き不透明感やそれまでの急ピッチな株価上昇への高値警戒感等から小動きで推移していたが、6月下旬以降、証券会社の損失補てん問題等が生じて市場に対する不信感をもたらしたこともあって、薄商いの中、株価は一層軟化した。このように現物市場の売買高が減少し、先物取引の取引高が増加して、両市場の不均衡が再び拡大してきたことから、東京証券取引所等は6月26日、委託証拠金率等の引上げ等を発表した。7月1日には公定歩合が引き下げられ、当日の株価は大幅高となったものの、その後も依然として軟調に推移した。その後、8月19日のゴルバチョフ・ソ連大統領失脚の報道を受け急落したが、同日の外国市場が相対的に小幅な下落にとどまったこと等が好感され、8月20日以降、持ち直しに転じ、9月以降も、円高、金融緩和期待等から堅調に推移した。11月以降は、企業業績や景気動向の先行き不透明感から軟調に推移し、11月14日の公定歩合引下げも株価には大きな影響を与えなかった。12月17日には、東京証券取引所等は、裁定取引の日々の状況の公表開始とともに、委託証拠金率等の引上げを発表した。12月30日の日本銀行による公定歩合の引下げが好感され、翌年初にかけて株価は急反発したが、その後は3月決算期を控えた株式の需給悪化懸念や景気・企業業績の先行き不透明感、株価下落等による金融機関への影響を懸念した金融株の下落等の要因から株価は再び軟調に推移することとなった。年度末の3月31日には「緊急経済対策」が決定され、公共事業等の施行促進、民間設備投資の促進、さらには証券取引制度改革の推進等の諸施策が盛り込まれた。翌4月1日には公定歩合の引下げが実施された。⁴⁾

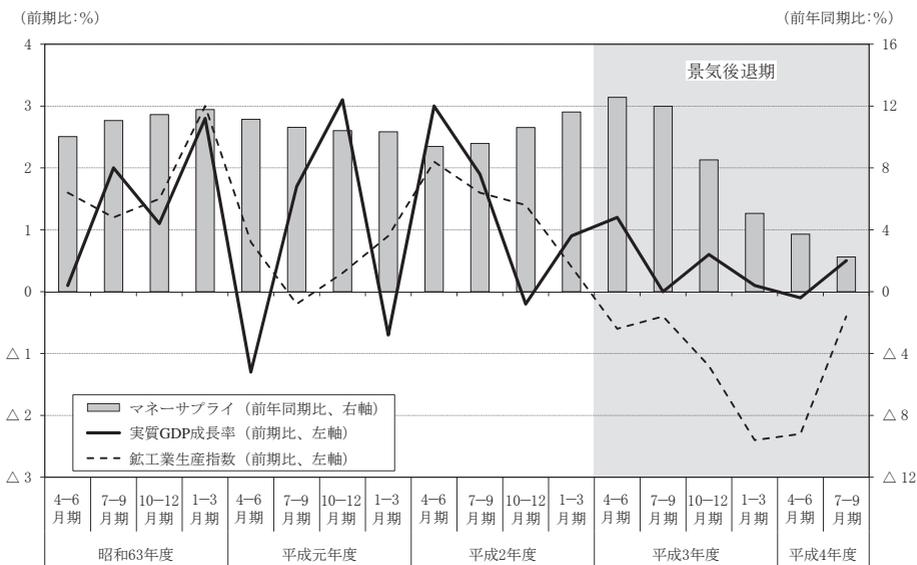
平成4年度に入っても、株式市況は前年度末に続き軟調であったが、投資信託、年金、外国人等からの押し目買い⁵⁾や個人等からの材料株を物色する小口の買いが入って、5月には一時1万8千円台を回復した後、企業業績等に対する不安感から再び軟調となり、6月22日には1万6千円台を割り込んだ。その後も、企業業績の悪化懸念、金融機関の不良債権問題等による先行きに対する不安感から、軟調な展開で推移することとなった。⁶⁾

図 5-1-3 金融政策の誘導目標（公定歩合）の推移



(出所) 日本銀行「金融市場調節方針に関する公表文」より作成。

図 5-1-4 実質GDP成長率、鉱工業生産指数、マネーサプライの推移



(出所) 内閣府（実質GDP成長率）、経済産業省（鉱工業生産指数）、日本銀行（マネーサプライ）のデータより作成。

(2) 発行市場の動向

平成元年度の本邦企業のエクイティ・ファイナンスは、国内外合わせて26.5兆円と前年度（17.6兆円）から50.1%増となった。このうち、時価ファイナンス（国内外の時価発行増資に加えて、転換社債、新株引受権付社債の発行による資金調達。）は、25.2兆円と前年度（16.5兆円）から大幅に増加し、前年度に続き過去最高を更新した。時価ファイナンスのうち株式は6.6兆円と前年度比89.3%増、転換社債は9.4兆円と同16.3%増、新株引受権付社債は9.2兆円と同84.4%増となった。このように時価ファイナンスが大幅に増加したのは、①銀行が国際決済銀行（Bank for International Settlements: BIS）の自己資本比率達成のために増資を活発に行ったこと、②企業業績の堅調を背景として設備投資のための資金需要が増加していたこと、③平成元年末までの株式市場の活況を背景として、転換社債及び新株引受権付社債の発行コストが低水準で推移したこと等による。⁷⁾

平成2年度の本邦企業のエクイティ・ファイナンスは、国内外合わせて5.1兆円と前年度比80.7%の減少となった。このうち、株式は0.7兆円と前年度比91.6%の大幅な減少となっており、国外市場での発行は見られなかった。転換社債・新株引受権付社債も4.4兆円と前年度比76.1%の大幅な減少となった。これは、平成2年4月以降、例外的なケース⁸⁾を除いて時価発行公募増資の発行中止状態が続いていたこと、及び転換社債・新株引受権付社債については平成2年7月より発行が再開されたものの、軟調な株式市況を背景に発行が活発でなかったことによる。⁹⁾

平成3年度の本邦企業のエクイティ・ファイナンスは、国内外合わせて6.3兆円と前年度比23.7%の増加となった。このうち、株式は0.3兆円と前年度比48.4%減と2年連続の減少となり、前年度に続き、国外市場での発行は見られなかった。特に時価発行公募増資は331億円と前年度比83.3%の減少となり、昭和43年度以来23年ぶりに500億円を下回った。転換社債・新株引受権付社債は6.0兆円と前年度比34.5%増と2年ぶりに増加に転じたが、下半期になって株価が一層低迷したことから発行意欲が弱まり、約7割が上半期の発行となっている。なお、同年度には転換社債の商品多様化が見られ、平成4年1月には割引転換社債¹⁰⁾が発行され、同年3月には、昭和56年以来となる期中償還請求権付転換社債¹¹⁾が発行されている。¹²⁾

表 5-1-1 本邦企業による資本市場からの資金調達（エクイティ・ファイナンス）の推移

(単位：億円)

	昭和63年度	平成元年度	平成2年度	平成3年度
エクイティ・ファイナンス	176,234	264,596	51,086	63,189
①株式	45,803	78,964	6,643	3,427
国内	45,638	75,600	6,643	3,427
(うち時価発行公募増資)	(34,668)	(62,671)	(1,977)	(331)
国外	165	3,364	-	-
②転換社債	80,610	93,784	14,248	18,894
国内	69,945	76,395	9,110	12,790
国外	10,665	17,389	5,138	6,104
③新株引受権付社債	49,821	91,848	30,195	40,868
国内	-	9,150	3,950	3,815
国外	49,821	82,698	26,245	37,053
(参考) 転換社債・新株引受権付社債 (②+③)	130,431	185,632	44,443	59,762

(注) 「株式」には、株主割当増資及び第三者割当増資を含む。

(出所) 「大蔵省証券局年報 平成7年版」13ページ。

〔注〕

- 1) 本章は、平成4年7月の証券取引等監視委員会の設置までの期間を対象とする。
- 2) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成2年版』22-25ページによる。
- 3) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成3年版』24-29ページによる。
- 4) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成4年版』26-29ページによる。
- 5) 株価が下がることを「押し目」という。また上げ相場で株価が下がったとき、その押し目を狙って買うことを「押し目買い」という（日本証券業協会ウェブ・ページ <http://www.jsda.or.jp/jikan/word/174.html>）。
- 6) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成5年版』29-32ページによる。
- 7) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成2年版』7ページ、11-15ページによる。
- 8) 上場基準等を充足するための株主作りを目的としたもの（『大蔵省証券局年報 平成5年版』19-20ページ）。
- 9) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成3年版』6ページ、14ページによる。
- 10) 割引債と転換社債を組み合わせた商品で、発行価額は額面より大きくディスカウントされており、そのかわり利息をゼロとするものである（『大蔵省証券局年報 平成4年版』15ページ）。
- 11) 割引償還期前の一定期間に社債権者による償還請求を認めるもの。これは償還額が額面金額を超えて設定されているため、株価が低迷した場合でも、投資家は結果的に高い利回りを得ることができる。一方で、発行体にとっては、期中償還請求権を付けることにより、通常の転換社債より低いクーポンレートでの発行が可能となる（公社債引受協会『公社債年鑑 平成4年版』44ページ）。
- 12) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成4年版』6-7ページ、10ページ、15-16ページによる。

2 公社債市場の動向

(1) 流通市場の動向

平成元年度の公社債流通市場は、昭和62年2月以来戦後最低の水準で推移した公定歩合が円相場の下落等を背景に平成元年5月31日に引き上げられたのを皮切りに、4回にわたって引き上げられる中で、全体としては軟調な展開となった。年度当初は、円相場の下落、国内のインフレ懸念等による金利先高観から、債券相場はジリ安基調で推移し、その後短期金利の上昇から長短金利の逆転状態となった。一方で、国債の大量償還、輪番オペレーションの増加等による品薄感から需給が逼迫気味となり、債券相場は年内を通じて比較的安定した動きとなった。しかし、年明け後は、米国の金融緩和期待の後退や東欧を中心とする政治体制変革への思惑等から円相場が下落したのを機に債券相場は下落した。¹⁾

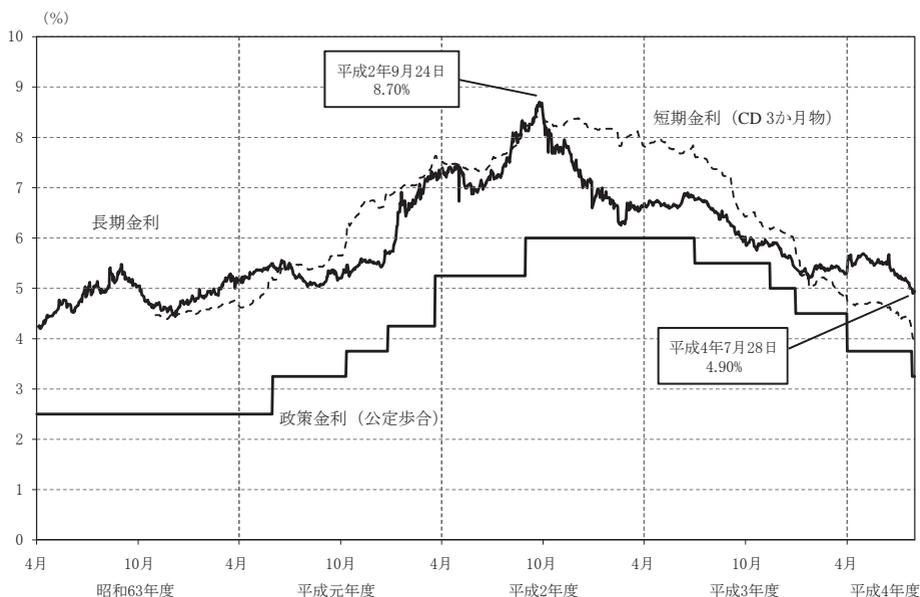
平成2年度の公社債流通市場は、前半は金融政策が引締め基調となる中での短期金利の上昇や原油価格の急騰等から軟調な展開となったが、後半は国内金利の先安期待が高まったこと等から債券相場は好転した。年度当初は前年度からの金融政策の引締め基調を受け一進一退で推移した後、6月以降は短期金利の上昇等に伴い軟調な展開となった。特に8月から9月下旬にかけてはイラク軍のクウェート侵攻による中東情勢の緊迫化から原油価格が急騰して世界的なインフレ懸念が高まったことなどから債券相場は続落商状となった。しかし、10月に入ると、株式市況が回復したことや円相場の上昇を受け、債券相場は上昇基調に転じ、さらに、11月から12月にかけては米国の金融緩和や国内の金利先安期待感等から続伸商状となった。平成3年1月17日の湾岸戦争勃発後は大方の予想に反して原油価格が急落したことから、債券相場は再び堅調な地合いとなったが、2月中旬から3月にかけては、急速な相場上昇に対する警戒感や米国の金融緩和観測の後退等から軟調な展開となった。²⁾

平成3年度の公社債流通市場は、4月から6月までは円相場の下落や短期金利の高止まり等からやや軟調な展開となったが、7月以降は数次にわたる日米の公定歩合引下げを背景とする短期金利の低下等から相場は大幅に上昇した。年度当初から6月までは湾岸戦争終結に伴う米国の景気回復観測の強まり等から円相場が下落するとともに、国内においても全国企業短期経済観測調査（以下、「日銀短観」という。）が国内景気の強さを示す内容であったこと等から短期金利が高止まり、金融緩和期待が後退、相場はやや軟調な展開となった。しかし、7月以降は円相場の上昇や日米で3度にわたる公定歩合の引下げが実施されたことから短期金利が低下し、長期金利も大幅に低下した。なお、逆転現象が続いていた長短金利は、9月以降、共に低下する中、その幅は縮小傾向をたどり、一時期を除き約2年半続いた長短金利の逆転傾向は、平成4年1月以降解消された。1月末以降は、円相場が下落する一方、国内の金融緩和期待

もあり、債券相場はもみ合い商状となったが、3月には円安傾向が一服したことや短期金利が一段と低下したことから、債券相場は概ね強含みで推移した。³⁾

平成4年度当初は、4月1日に公定歩合の引下げが行われたものの、材料出尽くし感が広まったことなどから債券相場は軟調に推移した。5月から7月にかけては、日銀短観で景況感の悪化が観測されたこと等から、金融緩和期待が高まり上伸歩調をたどった⁴⁾。

図 5-1-5 主要金利の推移



(注) CDは、譲渡性預金 (Certificates of Deposit)。

(出所) Bloombergのデータ、日本銀行「金融市場調整方針に関する公表文」より作成。

(2) 発行市場の動向

平成元年度の国内での公社債発行額 (以下、転換社債、新株引受権付社債を含み、金融債を除く。額面ベース。) は、前年度比18.5%増の34.7兆円と大幅に増加した。公共債は、短期国債市場拡充の観点から短期割引国債の発行が大幅に増加したこと等から増加した。民間債は、普通社債が内外金利差や為替市場の動向といった市場要因や制度・慣行面での制約等により減少したが、転換社債などいわゆるエクイティもの主導で過去最高水準の発行額となった。円貨建て外国債券 (以下、「円建て外債」という。) についても、ディスクロージャー制度の改善で機動的な発行が可能となったこ

と等から、昭和60年度以来となる1兆円台を回復した。⁵⁾

平成2年度の国内での公社債発行額は、前年度比17.7%増の40.8兆円と大幅に増加した。公共債は、前年度に続き短期割引国債市場拡充の観点から短期国債の発行が大幅に増加したこと等から増加した。民間債は、普通社債が過去最高水準の発行となったものの、転換社債や新株引受権付社債といったエクイティものの発行が株価の低迷から大幅に減少したことにより、全体でも大幅な減少となった。円建て外債についてはリバース・デュアルカレンシー債が活発に発行されたことなどから過去最高となった⁶⁾。なお、社債発行に関しては、平成2年11月に大蔵省より、「普通社債、転換社債及び新株引受権付社債の適債基準及び財務制限条項の見直しについて」が公表され、適債基準の緩和（格付による基準に一本化等）、財務制限条項の見直し（担保提供制限について、担保権を設定できる債務の範囲の拡大等の緩和）が実施された。⁷⁾

平成3年度の公社債発行額は、前年度からわずかに減少し40.6兆円となった。公共債は、前年度から長期利付国債は増加したものの、短期割引国債が減少に転じたこと等から、前年度比0.9%減とわずかに減少した。民間債は、元年度、2年度と2年連

表 5-1-2 公社債年度別発行状況（額面ベース）

（単位：億円）

		昭和63年度	平成元年度	平成2年度	平成3年度	
公 共 債	国 債	長期利付国債	101,659	88,205	105,628	110,503
		中期利付国債	25,026	15,636	19,074	16,481
		中期割引国債	6,794	4,134	3,110	2,997
		短期割引国債	44,414	107,710	204,508	199,553
		計	177,892	215,685	332,319	329,534
	政府保証債	22,573	18,208	19,083	19,073	
	地方債	8,246	9,983	9,419	9,139	
	計	208,711	243,876	360,821	357,746	
民 間 債	普 通 社 債	電力債	5,050	6,930	18,300	17,250
		NTT債等	1,800	300	2,000	1,500
		地下鉄・放送債	290	60	360	370
		一般事業債	350	-	-	5,147
		計	7,490	7,290	20,660	24,267
	転換社債	69,945	76,395	9,110	12,790	
	新株引受権付社債	-	9,150	3,950	3,815	
	計	77,435	92,835	33,720	40,872	
円 建 外 債		6,550	10,005	13,580	7,110	
合 計		292,696	346,716	408,122	405,728	

- (注) 1. 公募ベース（資産運用部及び簡易生命保険の引受分を除く。）。
 2. 長期利付国債及び政府保証債には、超長期債を含む。
 3. 長期利付国債及び中期利付国債には、郵便局窓口販売分を含む。
 4. NTT債等にはJR債を含む。
 5. 億円未満は四捨五入のため、合計欄は各債券の発行額の合計と合致しないことがある。

(出所) 『証券年報 平成9年版』2ページ。

続して発行がなかった一般事業債の発行（0.5兆円）が再開されるなど普通社債が増加して過去最高水準となったほか、株式市況の低迷の中で新株引受権付社債の発行が減少したものの、転換社債が平成元年度などとの比較では低い水準ながらも前年度から増加に転じたことから、全体で増加した。なお、一般事業債の大量発行の背景としては、①企業の設備投資意欲が依然として高い中、エクイティ関連債の大量償還を控えて資金需要が強いこと、②BISの自己資本比率基準導入により銀行借入に多くを依存できない状況にあること、③発行に係る諸手数料の引下げ、償還年限の多様化等発行市場の改善が見られたこと、等が挙げられている⁸⁾。また、社債発行に関連して、平成2年6月の商法等の改正により、平成3年4月より社債発行限度規制の緩和がなされていた（本章第5節1（2）参照）。⁹⁾

〔注〕

- 1) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成2年版』17-20ページによる。
- 2) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成3年版』19-24ページによる。
- 3) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成4年版』18-22ページによる。
- 4) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』7-11ページ。
- 5) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成2年版』5-11ページによる。
- 6) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』5-7ページ。
- 7) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成3年版』10-11ページによる。
- 8) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』5-7ページ。
- 9) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成4年版』11ページによる。

第2節 証券市場行政の概観

前節でみたとおり、昭和から平成へ移行した当時、日本の証券市場は、ニューヨーク、ロンドンと並ぶ世界を代表する市場に発展していた。しかしながら同時に、証券取引のグローバル化、金融の証券化という世界的な潮流の中で、今後も日本の市場が国際的市場として発展していくにはなお解決すべき課題がある¹⁾との問題意識もあり、平成元年度から平成3年度は、こうした課題の解決に向けて具体的な進展をみた時期となった。その第一は、取引の公正性と市場の透明性の確保であり、内部者取引規制（インサイダー取引規制）の整備、株式公開制度の改善、株券等の大量保有の状況に関する開示制度、公開買付け制度の改善等の措置を講じるとともに、いわゆる証券不祥事に対しては、損失補てんの禁止、証券取引等監視委員会の設置等の措置を講じたことである。第二に、金融の自由化、国際化、証券化といった環境変化に対応する等の観点から、証券取引に係る基本的制度の抜本的見直しに着手し、証券取引審議会等の場において精力的に審議を進めた結果、第2章で見る金融・証券取引制度改革として結実することとなったことが挙げられる。第三に、効率的、安定的で活力のある証券市場を確立するため、証券市場の整備・改善を図ったことであり、その具体的な措置として、社債発行市場改革、証券先物・オプション取引の導入、株式等流通市場への対応等に取り組んだ。最後に、証券行政の国際的な協調の推進である。日本は、昭和63年に証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions: IOSCO）に加盟したほか、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission: SEC）や英国貿易産業省（Department Trade and Industry: DTI）・英国証券投資委員会（Securities and Investment Board: SIB）等、国外の証券規制当局等との連携を強化し、国際的にも相応の役割を果たすようになったのである。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』序文。

1 昭和63年証券取引法改正法の全面施行

昭和63年5月に成立・公布された「証券取引法の一部を改正する法律」（昭和63年法律第75号）は、証券先物市場の整備、企業内容開示制度の見直し、インサイダー取引規制の3点を主な内容とするものであった¹⁾。第一点目の証券先物市場の整備については、債券先物市場の創設を行った昭和60年の証券取引法改正に続くものであり、今

次改正によって新たに有価証券指数等先物取引、有価証券オプション取引等が導入された。本改正部分は昭和63年8月23日に施行され、翌9月には東京証券取引所及び大阪証券取引所において株価指数先物取引が開始された。平成元年には、株価指数オプション取引が大阪証券取引所、名古屋証券取引所、東京証券取引所において順次開始され、また、米国長期国債の先物取引が東京証券取引所で始まるなど、順調に市場の整備が進んでいった（本章第5節4（1）参照）。第二点目の企業内容開示制度の見直しは、昭和61年の証券取引審議会報告書「社債発行市場の在り方」における企業開示制度に係る提言のうち法改正が必要な事項について手当したものである。この報告書を受けて、企業開示制度は、発行開示手続の簡素化と開示内容の充実の両面から全般的に見直しがなされたが、法律改正事項としては、有価証券届出書における「参照方式」の導入、発行登録制度の導入、効力発生期間の短縮（原則30日から原則15日へ）など、発行開示手続の簡素化に関するものが多く、開示内容の充実（臨時報告書の提出事由の拡大、連結情報の充実等）に係る省令改正と併せて、昭和63年10月1日に施行された。第三点目は、インサイダー取引規制の導入である（次節1参照）。インサイダー取引規制関係では、大蔵大臣の調査権の上場企業への拡充については昭和63年8月23日に、役員等の自社株売買の報告義務等については同年10月1日に既に施行されていたが、刑事罰規定については長めの周知期間を経て平成元年4月1日に施行された。

〔注〕

- 1) 詳細は財務省財務総合政策研究所財政史室編『昭和財政史—昭和49～63年度』第6巻「金融」（平成15年、東洋経済新報社）の「証券行政」を参照されたい。

2 平成2年証券取引法改正

平成元年頃の国内証券市場では、公開会社の株式等の買集めや肩代わりに伴う株価の乱高下が問題となっていた。こうした状況を受け、証券取引審議会は、平成元年5月31日の報告書「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」において、株式等の大量の保有状況に関する情報開示制度を導入すること、当該開示制度の導入に併せて公開買付け制度についても所要の見直しを行うこと等を提言した。平成2年の証券取引法改正は主としてこの証券取引審議会報告書を受けて行われたものであり、平成2年4月24日に閣議決定・国会提出され、同年6月15日に可決・成立、6月22日に公布された（「証券取引法の一部を改正する法律」（平成2年法律第43号））。なお、日米構造協議においても、公開買付け制度の見直し及び株券等の大量保有の状況に関する開示制度の導入について取り上げられ、日米構造協議の中間報

告（平成2年4月）及び最終報告（同年6月）において、証券取引法改正に係る記述が盛り込まれた¹⁾。

改正法の主な内容は、①最近の国内証券市場における株券等の売買の実情にかんがみ、証券市場の透明性を確保し、投資家保護を一層徹底する観点から、株券等の大量保有の状況に関する開示制度（いわゆる5%ルール）を導入すること（次節3参照）、②証券市場の国際化の進展に伴い、諸外国の制度との調和を図る等の観点から、公開買付け制度の見直しを行うこと（次節4参照）、③外国証券規制当局に対する調査協力の規定を整備すること、であった²⁾。三点目の外国証券規制当局に対する調査協力の規定の整備は、証券取引の国際化が急速に進展する中で、平成元年に証券監督者国際機構（IOSCO）において、相互主義の基準の下で、当該事実が被要請国の法律に違反しているか否かにかかわりなく、要請に応じて調査協力が行われるよう、各メンバーが立法府に勧告することを含む決議が採択されたこと等を背景として行われた³⁾ものであり、外国証券規制当局から、その所掌に属する外国証券法令を執行するために行う行政上の調査に関し、協力の要請があったときは、関係人に対して、参考となるべき報告又は資料の提出を求めることができる旨が規定された。当該部分については、平成2年7月22日（公布の日（平成2年6月22日）から起算して一月を経過した日）から施行された。また、いわゆる5%ルールの導入と公開買付け制度の見直しに係る部分については、同年12月1日（公布の日から起算して六月を超えない範囲内において政令で定める日）から施行された。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』45-47ページ。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』39ページ。
- 3) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』43-44ページ。

3 金融の証券化への対応：証券取引制度等の基本的在り方¹⁾

昭和の終わりから平成の始まりにかけて日本の金融・資本市場は世界を代表する市場へと発展したが、進展する金融の自由化、国際化、証券化等の流れの中で、日本の市場が一層の発展をするためには金融・証券取引制度の整備・改善を行うことが不可欠となっていた。こうした中、証券取引審議会は、証券取引制度等に関する諸問題について基本的な検討を行う観点から、昭和63年9月に基本問題研究会を設置して、金融の証券化、いわゆるセキュリタイゼーションの進展に伴う諸問題についての検討を開始し、平成元年5月に中間報告書「金融の証券化に対応した資本市場の在り方について」を取りまとめた。同報告書においては、金融の証券化に伴い生じてくる各種の

商品について証券取引法の基本的な仕組みを活用することなど、金融の証券化に対応するための基本的な考え方が示された²⁾(本章第4節1参照)。

同じく平成元年5月には、金融制度調査会も、専門性・分業性に根差した金融制度の在り方について検討した結果を中間報告書「新しい金融制度について」(同調査会金融制度第二委員会)として取りまとめた。この中間報告で金融制度調査会は、金融制度の見直しに当たって考えられる仕組みとして五つの方式(相互乗入れ方式、業態別子会社方式、特例法方式、持株会社方式、ユニバーサル・バンク方式)を挙げたうえで、①業態別子会社方式と特例法方式が比較的問題が少ない、②この問題は銀行・証券分離制度にも関連する問題であるので、証券取引や資本市場の観点から、証券取引審議会で十分な議論が行われることを期待する、とした。

金融制度調査会からの依頼を受けて、証券取引審議会は銀行・証券分離制度の在り方についても検討を行うこととし、基本問題研究会の下に二つの部会を設けて平成元年9月から審議を開始した。第1部会では、これまで基本問題研究会で審議を重ねてきた証券化関連商品に関する投資家保護のための法制上の枠組みについて検討を行った。第2部会では、今後の日本の資本市場の在り方全般について検討を行い、その中で銀行・証券分離制度の在り方についても取り上げた。両部会は、それぞれ平成2年6月に報告書を取りまとめた。第1部会報告書「『金融の証券化』に対応した法制の整備等について」において同部会は、証券化関連商品に関する投資家保護のための法制上の枠組みについても証券取引法の基本的な仕組みを活用することが適当であるとしたうえで、証券取引法上の有価証券の定義を証券化関連商品を包摂する、ある程度抽象的な「幅広い有価証券」概念により規定すること、この「幅広い有価証券」に証券取引法上のディスクロージャー制度、公正取引ルール等の投資家保護措置を適用すること等を掲げた(本章第4節2参照)。他方、第2部会報告書「国際的な資本市場の構築をめざして」で同部会は、日本の資本市場に係る諸規制・諸慣行の見直し・撤廃、有価証券概念や公募・私募市場の在り方を含めた現行証券取引法の体系的・包括の見直し、銀行の証券業参入による弊害の防止・混乱の回避についての具体的検討の必要性等を指摘した(本章第4節3参照)。

これらの報告を踏まえ、証券取引審議会基本問題研究会は、①証券化への対応、②公募概念の見直し・私募についての法整備、③市場仲介者についての検討という三つの課題について、平成2年10月に審議を再開した。審議対象事項のうち、証券化への対応、公募概念の見直し・私募についての法整備に関連するディスクロージャーの整備については、専門的・技術的な観点からの検討を要することから、同研究会に設置したディスクロージャー小委員会において審議を行うこととなった。ディスクロージャー小委員会は翌平成3年4月25日にそれまでの検討結果を同小委員会報告「ディスクロージャー制度の見直しについて」として取りまとめ、公募概念等の見直し、新

たな有価証券概念の採用に伴うディスクロージャーの整備等についての方向性を示した（本章第4節4参照）。

この間、基本問題研究会においても前述の三つの課題について審議を行い、平成3年5月24日に、ディスクロージャー小委員会の報告書の内容も取り込む形で、報告書「証券取引に係る基本的制度の在り方について」を取りまとめた。同報告書は、有価証券の定義規定を今後出現する多様な証券化関連商品を包摂し得るものへと見直すこと、私募を証券取引法に位置付けて同法上の投資家保護の枠組みを私募にも活用すること、私募の法整備と併せて公募市場の諸規制・諸慣行の見直し・撤廃を行い公募市場の活性化を図ること、有効で適正な競争促進の観点から当面発行市場を中心に新規参入を図ること、銀行による証券業務への参入については証券取引法第65条の基礎になる基本的な考え方は今日でも重要な意義を持つこと等を指摘したうえで、行政当局に対して、証券取引法等の改正作業に速やかに着手し、また、証券業務への新規参入に伴う課題を検討するよう要請した。同報告書は、同年6月19日に証券取引審議会総会において了承され、大蔵大臣に提出された（本章第4節5参照）。

同じく平成3年6月には、金融制度調査会も答申「新しい金融制度について」を大蔵大臣に提出した。この答申では、利用者の多様なニーズに応える観点から、業態別子会社方式を主体とした業態間の相互参入が提唱された。

さらに、一連の証券・金融不祥事を受けて平成3年秋に再開された証券取引審議会及び金融制度調査会においても、金融・証券市場における適正な競争の促進等の必要性が確認された（証券取引審議会報告書「証券市場における適正な競争の促進等について」（平成4年1月）（本章第4節6参照）、金融制度調査会制度問題専門委員会報告書「金融システムの安定性・信頼性の確保について—金融制度改革と金融機関経営のあり方」（平成4年1月））。

こうした一連の検討を踏まえ、金融制度及び証券取引制度改革の法定化の作業が進められ、関係法律16本（金融関係14本、証券関係2本）を一括して改正する「金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律案」として平成4年3月13日に閣議決定、3月17日に国会に提出された。その後、同法律案は同年6月19日に可決し、同法は6月26日に公布された（平成4年法律第87号）（第2章参照）。

〔注〕

- 1) 本項については、本章第4節及び第2章を参照されたい。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』98-99ページ。

4 証券不祥事への対応：平成3年証券取引法改正及び平成4年公正確保法¹⁾

前述のとおり、平成3年6月には、その後の証券取引制度の在り方に関する審議会報告書が取りまとめられたところであったが、それと相前後する同年5月から6月にかけて、大手証券会社と暴力団との間の不適切な関係や、大手証券会社が特定顧客・大口顧客に対して損失補てんを行っていた疑惑など、証券会社を巡る不祥事が次々と明らかとなり、社会的な大問題へと発展していった。ちょうど金融・証券取引制度改革の方向性が定まり、これから具体化・法制化に向けた作業に着手しようとしていた矢先の出来事であった。一連の証券不祥事²⁾を受けて、同年夏以降、その全容解明と再発防止のための規制強化・体制整備等に取り組むことが緊要となった。

当時、事前の損失保証（による勧誘）は法令で禁じられていた。事後的な損失補てんについては、平成元年12月の大蔵省証券局長通達「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」により禁止されていた³⁾が、これに反して証券会社が事後的な損失補てんを行っていたことが発覚した。そこで大蔵省は、証券取引法を緊急に改正し、事後の損失補てんや、損失補てんの温床となりやすい取引一任勘定取引を証券取引法で禁止する方針を固めるに至った⁴⁾。取引一任勘定取引の原則禁止、事後的な損失補てん・利益提供の禁止（顧客による損失補てん等の要求も禁止）、損失補てん等に係る罰則整備等を内容とする「証券取引法及び外国証券業者に関する法律の一部を改正する法律案」は、平成3年9月13日に閣議決定、9月18日に国会提出され、10月3日に可決、同法は成立した（10月5日公布、平成3年法律第96号）。そして、政省令の整備を経て、翌年の平成4年1月1日に施行された。なお、改正法案については、衆議院証券及び金融問題に関する特別委員会では10項目の「証券及び金融に係る不祥事の再発防止に関する決議」が、参議院証券及び金融問題に関する特別委員会では7項目の附帯決議と10項目の「証券及び金融に係る不祥事の再発防止に関する決議」が行われた。

証券不祥事に対しては、事後の損失補てん等の禁止といった緊急避難的な法改正と並行して、不祥事の背景となった保護・育成的な証券行政の在り方の見直しについても議論となった。平成3年9月13日には、臨時行政改革推進審議会（第3次行革審）が「証券・金融の不正取引の基本的な正策に関する答申」を取りまとめ、新規参入の促進、株式等委託手数料の自由化、証券取引に係るルールの明確化、行政部門から独立した新たな検査・監視機関の設置等を提言した。この答申や、衆・参議院特別委員会の「証券及び金融に係る不祥事の再発防止に関する決議」を踏まえ、大蔵省は、新たな金融検査監視体制について検討を行うとともに、10月に証券取引審議会を再開した。証券取引審議会では、新規参入の促進と株式等委託手数料の在り方等の問題を

中心に検討が行われ、翌年の平成4年1月28日に報告書「証券市場における適正な競争の促進等について」が取りまとめられた。

この報告書の提言のうち通達等の見直し及び自主規制機関の機能強化等に関すること、並びに証券取引等に対する新しい監視体制として「証券取引等監視委員会」を設置すること等を内容とした「証券取引等の公正を確保するための証券取引法等の一部を改正する法律案」⁵⁾は、平成4年2月14日に閣議決定、2月26日に国会提出された。同法案の柱は、証券取引等監視委員会の設置であり、同委員会の権限として、証券取引等の公正確保に係るルール違反に対する犯則調査権や、ルールの遵守状況についての証券会社等への検査権が規定された。また、同委員会は、犯則調査や検査の結果に基づき、大蔵大臣に対し行政処分等の勧告や法規制等の見直しの建議を行うことができ、大蔵大臣はこれを尊重しなければならない、とされた。その後、同法律案は同年5月29日に可決、「証券取引等の公正を確保するための証券取引法等の一部を改正する法律」(平成4年法律第73号。以下、「公正確保法」という。)は成立し、6月5日に公布、7月20日に施行された。

〔注〕

- 1) 本項については、第3節の6及び7を参照されたい。
- 2) 証券不祥事や対応策(法律改正、証券取引等監視委員会の設置等を含む。)についての詳細は、本巻「証券行政」第1章に詳述されているので、そちらを参照されたい。
- 3) 本巻「証券行政」第1章参照。
- 4) 衆議院「大蔵委員会議録」(平成3年7月25日)大蔵大臣答弁。
- 5) 本巻「証券行政」第2章。『大蔵省証券局年報 平成4年版』44-46ページ。

第3節 取引の公正性と透明性の確保

1 内部者取引規制（インサイダー取引規制）の導入

内部者取引規制、いわゆるインサイダー取引規制は、昭和63年の証券取引法改正により日本に導入された。それまで日本ではインサイダー取引に直接着目した規定は必ずしも整備されていなかったが、当時、インサイダー取引に関する規制の強化は米国、英国等を含め国際的潮流となっていた。また、日本においても、昭和62年における一企業の財テク失敗事件を機に、インサイダー取引規制に対する社会的関心が高まっていた¹⁾。こうした状況の下で、昭和62年10月に設置された証券取引審議会不公正取引特別部会においてインサイダー取引規制について審議が行われ、昭和63年2月24日に同審議会報告書として「内部者取引の規制の在り方について」が取りまとめられた。これを受けて、昭和63年3月にインサイダー取引規制の導入等を盛り込んだ証券取引法改正案が閣議決定・国会提出され、同年5月に可決、同法は成立し、同月末に公布された。

インサイダー取引規制に係る改正内容は、①大蔵大臣の調査権の上場企業への拡充（証券取引法第154条、昭和63年8月23日施行）、②役員等の自社株売買の報告義務等（同法第188条・第189条、昭和63年10月1日施行）、③刑事罰規定（同法第190条の2・第190条の3・第200条、平成元年4月1日施行）である²⁾。これらのうち平成元年4月1日に施行された刑事罰規定はインサイダー取引規制の中核を成す部分であり、具体的には、①会社関係者であって上場会社の業務等に関する重要事実を知った者、又は、会社関係者から上場会社の業務等に関する重要事実の伝達を受けた者（第一次情報受領者）は、その事実が公表³⁾された後でなければ、当該会社の株券等の売買をしてはならない、②公開買付け等をする会社の役員、当該会社と契約を締結している者等についても、①と同様の規制を行う、③この規制に違反した者は6月以下の懲役又は50万円以下の罰金に処する、というものであった⁴⁾。

なお、先述の証券取引審議会報告書は、インサイダー取引規制について、「まず、その未然防止に万全を期すという考え方をとる必要がある」としたうえで、発行会社、証券取引所、証券会社等が適切な未然防止体制を整備するほか、行政当局としても的確な対応を行うことが必要である、と指摘している。これを受け、証券会社等において自主ルールが策定され、また、大蔵省においても、省令改正により、証券会社の情報管理状況が不十分な場合の是正命令の規定を設ける⁵⁾（昭和63年10月1日施行）、インサイダー取引規制に違反するおそれのある取引の受託を禁止する⁶⁾（平成元年4月1日

施行)、といった措置が講じられた。平成元年6月には、日本証券業協会が、証券従業員の禁止行為規定の明確化を図るため、自主規制ルール⁷⁾を改正してインサイダー取引のおそれがある取引の受託禁止等の規定を新設することを決定し、同年7月に実施した⁸⁾。

インサイダー取引規制違反の初の事例は、平成2年4月に警視庁が摘発した日新汽船株の株式売買を巡るものであり、同年9月、東京簡易裁判所により元金融会社役員に対し罰金20万円の略式命令が下された⁹⁾。また、平成3年4月には、マクロス(旧谷藤機械工業)の株式売買を巡り、大蔵省証券局がインサイダー取引違反として初となる告発を行った。本件は、平成4年9月に東京地方裁判所により同社元役員に対し罰金50万円の有罪判決が言い渡された(確定)¹⁰⁾。

〔注〕

- 1) 証券取引審議会報告書「内部者取引の規制の在り方について」(昭和63年2月24日)(『大蔵省証券局年報 昭和63年版』78-83ページ)。「インサイダー取引規制について」『ファイナンス』平成元年5月号 92-101ページ。
- 2) 詳細は、『大蔵省証券局年報 平成元年版』、財務省財務総合政策研究所財政史室編『昭和財政史一昭和49～63年度』第6巻「金融」(「証券行政」)を参照されたい。
- 3) 法令上「公表」とは、証券取引法に基づく公衆縦覧又は多数の者が知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと、すなわち代表取締役又はその委任を受けた者が、2以上の報道機関に情報を公開した後、12時間の周知期間が経過したことであるが、報道機関に対する公開がいつ行われたかを明確にしておくことと、万が一、実際の報道が行われなかった場合に対処するため、法令上の公表を補完する措置として、平成元年4月に東京証券取引所等においてファイリング・システムが導入された。ファイリング制度の下では、報道機関に重要な会社情報を開示した会社は、上場する証券取引所に、公開情報等を提出し、当該上場証券取引所はこれを公衆縦覧に供することとなった(「インサイダー取引規制について」『ファイナンス』平成元年5月号 92-101ページ。久保幸年「ファイリング・データ・システムの導入」『旬刊 商事法務』平成2年2月5日号 7-11ページ)。
- 4) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』。「インサイダー取引規制について」『ファイナンス』平成元年5月号 92-101ページ。
- 5) 「証券会社の健全性の準則等に関する省令の一部を改正する省令」(昭和63年大蔵省令第39号)。
- 6) 「証券会社の健全性の準則等に関する省令の一部を改正する省令」(平成元年大蔵省令第11号)。
- 7) 「証券従業員に関する規則」(公正慣習規則第8号)等をいう。
- 8) 「公正慣習規則第8号「証券従業員に関する規則」(「公正慣習規則第8号「証券従業員に関する規則」及び公正慣習規則第9号「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の一部改正について」『証券業報』平成元年7月号 84-89ページ)。
- 9) 本巻「証券行政」第1章。『旬刊 商事法務』平成2年5月5日号134ページ。『旬刊 商事法務』平成2年7月5日号 66ページ。『旬刊 商事法務』平成2年10月5日号 130ページ。

- 10) 本巻「証券行政」第1章、「マクロスのインサイダー取引事件判決」『旬刊 商事法務』平成4年12月5日号 27-34ページ。

2 株式公開ルールの改善

昭和63年夏以来のいわゆるリクルート事件¹⁾を契機として、公開前の株式取引について社会的関心が高まり、株式公開に対する公正性の確保が強く要請されるようになった²⁾。こうした状況に対応して、証券取引審議会不正取引特別部会において、昭和63年9月以降、株式公開制度に関する問題について審議が行われ、昭和63年12月21日の同審議会総会において報告書「株式公開制度の在り方について」が了承された。同報告書では、①公開株の価格決定方式の改善、②公開前の株式移動及び第三者割当増資の規制の整備・強化等について提言がなされた。

これを受けて、日本証券業協会及び証券取引所は、平成元年2月から3月にかけて新規規則の制定等を行った³⁾。具体的には、①については、新規公開（上場・店頭登録）株の一部（25～50%）を競争入札に付し、その落札価格の加重平均価格により入札後の募集・売出しを実施することとされた。入札価格は、類似会社比準方式⁴⁾で算出した価格を下限価格、その1.3倍を上限価格とし、その範囲内で入札が行われることが明定された。②については、新規公開前の一定期間内に特別利害関係者等（役員、大株主等）が株式移動（株式の譲受け・譲渡）を行うことに関する規制⁵⁾や、新規公開前の第三者割当増資に関する規制⁶⁾に反した場合には、上場・店頭登録を認めないことが規則において明定された。また、これらの規則の内容の強化・明確化もなされ、第三者割当増資の制限期間中に第三者割当増資の割当を受けた先に対し一定期間（公開後1年間）の継続所有が義務付けられたほか、店頭登録について、登録前の特別利害関係者等による株式移動の規制期間及び第三者割当増資の制限期間の延長が行われた⁷⁾。さらに、「企業内容等の開示に関する省令」（以下、「開示省令」という。）が改正され（平成元年3月17日公布、大蔵省令第21号）、公開前一定期間内に行われた特別利害関係者等による株式移動や、第三者割当増資の割当先等について、証券取引法上の開示を行うこととされた。新株式公開制度は、平成元年4月1日から実施に移された。

その後、株式公開ルールについては、①入札価格決定日をできるだけ入札日に近づける、②新規公開前の株式移動や第三者割当増資に係る規制の取扱いについて、画一的な運用になじまない点を改める、の2点を内容とする見直しが行われた（平成3年1月4日実施⁸⁾）。

平成3年末には、株式市場の低迷を受けて新規公開の中止が相次いだ。新規公開株に公募価格割れの銘柄が出てくる状況の下、公開価格の決定方法の見直しをはじめとする株式公開制度の整備・改善が行われた。具体的な内容は、株式公開時の競争入札

における上限価格の撤廃と下限価格の引下げ（類似会社比準方式で算定した価格の85%を下限とする。）、入札に付す割合の引上げ（25～50%から50%以上へ。）、新規公開株の配分の制限（原則として1顧客当たり年4回を限度とする。）、であった。この見直しは、証券不祥事への緊急対応として平成3年秋に行われた証券取引法改正（平成4年1月1日施行）に伴う自主規制ルール整備の一環として平成3年末に行われ、翌年の平成4年4月1日に実施された⁹⁾。

〔注〕

- 1) 本巻「証券行政」第1章参照。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』28ページ。
- 3) 詳細は、『大蔵省証券局年報 平成元年版』28-35ページ。川合武彦「株式公開制度の改善に関する諸規則の整備〔上〕」『旬刊 商事法務』平成元年3月5日号 2-6ページ。川合武彦「株式公開制度の改善に関する諸規則の整備〔下〕」『旬刊 商事法務』平成元年3月15日号 21-25ページ。日本証券業協会「『株式店頭市場の改善策要綱』について」『証券業報』平成元年3月号 38-72ページを参照されたい。
- 4) 類似会社比準方式とは、価格算定会社と事業内容が類似した既上場会社を数社選定し、財務内容（1株当たりの純資産、純利益。）について、当該会社と類似会社との比率の平均を求め、当該平均比率を類似会社の株価の平均に乗じて価格を算定する方法である。類似会社比準方式は、総合証券会社引受部会長会の自主ルール（「株式公開に際して行う最低入札価格算定基準に関する考え方」として、平成元年3月1日に、従前のものに代わり新たに取りまとめられた。
- 5) 新規公開（上場・店頭登録）申請者の特別利害関係者等が、「規制期間」（新規公開申請日の直前決算期末の2年前の日の翌日以降公開日の前日までの期間）に、新規公開会社の株式移動（株式の譲受け・譲渡）を行っている場合には、新規公開を認めないというもの。ただし、譲受価格・譲渡価格が適正であり、正当な理由があるときは例外的に認められる。店頭登録については、従前は、直前決算期末の1年前の日以降が「規制期間」とされていたが、見直しにより「規制期間」の始期が1年繰り上げられた。
- 6) 新規公開前の第三者割当増資については、それが一切認められない「禁止期間」と、制限付きで認められる「制限期間」が設けられており、取引所上場の場合には、上場申請日の「直前決算期末の2年前の日の翌日」以降の1年間が第三者割当増資の「制限期間」、続く「直前決算期末の1年前の日の翌日から上場日の前日まで」が「禁止期間」とされた（従来どおりの取扱い）。一方、店頭登録の場合には、「直前決算期末の2年前の日の翌日」以降の1年半が「制限期間」（見直しにより「制限期間」の始期が1年繰り上げられた。）、続く「直前決算期末の6カ月前の日の翌日」以降が「禁止期間」とされた（従前どおりの取扱い）。「制限期間」中に第三者割当増資を行う場合には、一定の要件（①発行価格が適正であること、②割当方法が適正であること、③割当株式の継続所有等の確約が適正に行われていること（③は見直しにより追加））に適合することが求められることとなった。
- 7) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』33-34ページ。川合武彦「株式公開制度の改善に関する諸規則の整備〔上〕」『旬刊 商事法務』平成元年3月5日号 2-6ページ。川合武彦「株式公開制度の改善に関する諸規則の整備〔下〕」『旬刊 商事法務』平成元年3月15日号 21-25

ページ。

公開前の株式移動及び第三者割当増資の規制は、転換社債・新株引受権付社債にも同様の規制が課された。

このほか、東京証券取引所では、既上場会社が第三者割当増資を行う場合の規制も整備され、新株の継続所有（2年間）等が求められることとなった。

- 8) 日本証券業協会「店頭売買銘柄の登録及び値段の発表に関する規則」（公正慣習規則第2号）に関する細則」等の一部改正について『証券業報』平成3年1月号120-133ページ。『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』（平成12年、東京証券取引所）19ページ。
- 9) この新株式公開制度は、平成4年5月末に店頭登録した伊藤園が適用第1号となった（『月刊 資本市場』平成4年7月号44ページ。）。

3 株券等の大量保有の状況に関する開示制度（いわゆる5%ルール）の導入¹⁾

先述のとおり、平成元年頃の国内証券市場では、経営参加、高値による売抜け・肩代わり等の目的で公開会社の株券等を買集める事例が増加しており、買集めや肩代わりに伴う株価の乱高下により一般投資家に不測の損害を生じかねないという問題が生じていた。こうした状況を受け、証券取引審議会は、平成元年2月以降、不公正取引特別部会において株式買占めの問題について審議を行い、同年5月31日の報告書「株券等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」において「特定者又は特定グループが会社の発行済株式総数の一定割合以上の株券等を実質的に保有することになったとき、及びその後の一定割合以上の実質的保有状況の異動については、その旨を迅速に行政当局に届け出ることとし、行政当局等はこの情報を公衆に開示するという制度を導入することが適切である」等と提言した。この提言を受け、欧米の証券市場で採用されているルールを参考に証券取引法は改正され、株券等の大量保有の状況に関する開示制度（いわゆる5%ルール）が導入された（改正法は、平成2年6月15日可決・成立、同月22日公布。）。

具体的な制度の概要は次のとおりである。

- ①上場会社等の株券等をその発行済み株式総数等の5%を超えて保有する者（大量保有者）は、大量保有者となった日から5日（土日祝日を除く。）以内に、大蔵大臣に株券等保有割合等を記載した報告書（大量保有報告書）を提出し、その写しを遅滞なく証券取引所（又は証券業協会）及び発行会社に送付しなければならない。
- ②共同保有者（共同して株券等を買付ける等の合意をしているかどうかという実質基準と、合意の有無にかかわらず一定の人的関係や資本関係にあるかどうかという形式基準（みなし共同保有者）により判断される。）がいる場合には、株券等保有割合の算出上、共同保有者の保有分を合算して報告しなければならない。

- ③大量保有者は、株券等保有割合が1%以上増減した場合等、大量保有報告書の重要な記載事項に変更が生じた場合には、5日（土日祝日を除く。）以内に、大蔵大臣に変更報告書を提出し、その写しを遅滞なく証券取引所（又は証券業協会）及び発行会社に送付しなければならない。
- ④これらの報告書は、大蔵省及び証券取引所（又は証券業協会）において、5年間、公衆縦覧に供せられる。
- ⑤これらの報告書の不提出・虚偽記載等については、刑事罰則を設ける。
- ⑥改正法は公布日から6か月以内の政令で定める日から施行する。

改正法の成立・公布を受け、平成2年10月31日に「証券取引法の一部を改正する法律の施行期日を定める政令」（平成2年政令第316号）が公布され、5%ルール（及び後述の公開買付け制度の改正）に係る部分の施行日が平成2年12月1日と定められた。また、同日、「証券取引法施行令の一部を改正する政令」（平成2年政令第317号）も公布され、5%ルールの対象となる発行会社として、（法律で規定されていた証券取引所の上場会社に加えて）店頭登録（管理）銘柄の発行会社が定められたほか、対象となる有価証券の範囲（株券のほか、新株引受権証書・証券、転換社債券、新株引受権付社債券）等が規定された。さらに、5%ルールに基づく報告書の様式等を定めた「株券等の大量保有の状況の開示に関する省令」（平成2年大蔵省令第36号）が同年11月20日に公布され、法律、政令と併せて、同年12月1日に施行された。

なお、5%ルールの施行に伴い、各証券取引所及び日本証券業協会は、従来の特別報告銘柄制度を廃止して新たに売買監視銘柄制度を導入した。売買監視銘柄制度とは、特定の銘柄の株券等が買い集められ、その買集めに関して5%ルールに基づく開示が行われている銘柄の株券について価格の変動その他売買状況等に著しい異常が認められる場合に、その銘柄を売買監視銘柄に指定し、売買監視を強化・充実するという制度であり、これにより投資家保護を図ろうとするものであった²⁾。

平成2年12月1日の施行日現在で大量保有者に該当する者については、12月7日までに大量保有報告書を提出することとされた。同日までに大蔵省（大蔵省の地方支分部局である財務局を含む。）に提出された件数は4474件と事前に予想された件数と同程度³⁾となった。このように、5%ルールは順調なスタートを切ったといえよう。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』37-41ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』42-45ページ。「株券等大量保有に関する開示制度の導入」『旬刊 商事法務』平成2年6月25日号9-16ページ。「株券等の大量保有の状況に関する開示制度（5%ルール）の導入について」『証券業報』平成2年12月号43-68ページ。「株券等の大量保有の状況に関する開示制度の

概要〔上〕『旬刊 商事法務』平成3年1月25日号 2-4ページ。「株券等の大量保有の状況に関する開示制度の概要〔下〕『旬刊 商事法務』平成3年2月5日号 8-13ページ。

- 2) 末吉恵「売買監理銘柄制度の概要」『旬刊 商事法務』平成2年12月5日号 18-23ページ。日本証券業協会「店頭における株式の売買その他の取引に関する規則」（公正慣習規則第1号）等の一部改正等について『証券業報』平成2年12月号 133-153ページ。
- 3) 「株式等の大量保有の状況に関する開示制度（いわゆる5%ルール）の実施状況等について」『月刊 資本市場』平成3年3月号 27-31ページ。

4 公開買付け制度の改正¹⁾

平成2年証券取引法改正では、5%ルールの導入と併せて、公開買付け制度の見直しも行われた。公開買付け制度については、昭和46年の制度導入以来見直しが行われていなかったこと、日本企業が諸外国において活発にM&A (Mergers and Acquisitions: 合併及び買収) を行っていること、等を考慮すれば、証券市場の一層の国際化を展望し、M&Aに関する諸制度を国際的にも調和のとれたもの²⁾ としていくことが適切であると考えられ³⁾、かかる観点から、証券取引審議会から「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度を導入する機会に併せて、公開買付け制度についても諸外国と調和のとれたものとするよう所要の見直しを行うことが適切である」（「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」（平成元年5月31日⁴⁾）との提言がなされていた。この審議会報告書を受けて、平成2年の証券取引法改正（平成2年6月15日可決・成立、同月22日公布。）において、いわゆる5%ルールの導入とともに、公開買付け制度の全面的な見直しがなされ、政省令の整備⁵⁾ を経て、同改正法は5%ルールの導入と同日の平成2年12月1日に施行された。

公開買付け制度の見直しの概略は次のとおりである。まず、公開買付けの適用対象となる買付け等の範囲について、従来、不明確であるとの指摘があったことからこれを明確化し、株券等の有価証券市場外における買付け等は公開買付けによらなければならないこととした。そのうえで、公開買付けによる必要のない買付け等を限定列举することとした。具体的には、店頭市場における買付け、買付け後の株券等所有割合が5%以下である買付け（従来10%であったのを5%ルール導入にあわせ引下げ）、著しく少数（60日間に10名以下）からの買付け（ただし、買付け後の株券等所有割合が3分の1超となる場合には公開買付けによる必要がある。）、等を公開買付けによる必要のない買付け等として定めた。

公開買付けに係る手続面でも多くの見直しを行った。まず、公開買付けの開始の際の手続として、従前は大蔵大臣への事前届出制（原則10日前）をとっていたが、この事前届出制を廃止し、買付価格、買付予定株券数、買付期間等を新聞公告すれば直ちに公開買付けを開始することができるようにした（公告の同日に公開買付け届出書を大

蔵大臣に提出。)。また、公開買付け期間の延長（従来の20日以上30日以内から20日以上60日以内へ。）、買付条件の変更の原則自由化（ただし、買付価格の引下げ等応募株主にとって不利となる条件変更は禁止。）、応募株主の解除権の拡大（従来の新聞公告後10日間から公開買付け期間中いつでも可能に。）、など、より弾力的な買付け・売付けができるようにしたほか、従来規定のなかった公開買付けの撤回手続に係る規定や公開買付け結果の公表に係る規定を整備した。さらに、有価証券届出書等における虚偽記載に係る損害賠償責任制度を参考に、公開買付け制度における損害賠償責任についての特別（無届による買付け等の場合の損害賠償責任等）を新たに設けた。

改正後の公開買付け制度の適用第1号となったのは、平成3年2月28日から開始された、ガデリウス（スイスに本拠地を置く重電機メーカーのABBアセア・ブラウン・ボベリ社傘下）による扶桑動熱工業株式会社に対する公開買付けであった⁶⁾。また、同年3月1日には蛇の目ミシン工業のグループ会社が国際航業株式会社に対して公開買付けを開始⁷⁾し、同月20日にはダイエーがマルエツ株式の公開買付けを開始するなど、公開買付けが相次いで実施された。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』41-43ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』45-47ページ。「株式公開買付制度の改正」『旬刊 商事法務』平成2年2月25日号 2-11ページ。「新しい株式公開買付制度〔上〕」『旬刊 商事法務』平成2年6月25日号 2-8ページ。「新しい株式公開買付制度〔中〕」『旬刊 商事法務』平成2年7月5日号 23-28ページ。「新しい株式公開買付制度〔下〕」『旬刊 商事法務』平成2年7月25日号 32-41ページ。「公開買付制度の改正について」『証券業報』平成2年12月号 18-42ページ。「公開買付制度に係る政省令の解説〔上〕」『旬刊 商事法務』平成3年1月5日号 61-64ページ。「公開買付制度に係る政省令の解説〔中〕」『旬刊 商事法務』平成3年2月15日号 23-25ページ。「公開買付制度に係る政省令の解説〔下〕」『旬刊 商事法務』平成3年2月25日号 27-31ページ。
- 2) 見直し前の日本の公開買付け制度に対しては、公開買付けの事前届出制など、外資に対して制限的であるとの批判があった（「株式公開買付制度の改正」『旬刊 商事法務』平成2年2月25日号 2-11ページ）。
- 3) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』41-42ページ。証券取引審議会報告書「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」（平成元年5月31日）『大蔵省証券局年報 平成元年版』104-110ページ。
- 4) 『旬刊 商事法務』平成元年6月5日号 42-46ページ。
- 5) 政令については、平成2年10月31日に「証券取引法施行令の一部を改正する政令」（平成2年政令第317号）が公布された。省令については、「有価証券の公開買付けの届出等に関する省令」（昭和46年大蔵省令第38号）が全部改正され、「公開買付けの開示に関する省令」（平成2年大蔵省令第38号）とされた。また、これらの政省令の改正に先立ち、開示省令が改正され（平成2年7月21日公布）、公開買付け制度の見直しに伴う有価証券報告書等の様式改正が行われた（様式改正は同年10月1日施行。）（「TOB制度改正に伴う有価証券

報告書等の様式の改正—企業内容等の開示に関する省令の改正について—』『旬刊 商事法務』平成2年9月5日号 14-20ページ)。

- 6) 『旬刊 商事法務』平成3年3月5日号 58ページ。
7) 『旬刊 商事法務』平成3年3月5日号 58-59ページ。

なお、本件は、蛇の目シン工業のグループ会社であるニューホームクレジットが、ナナトミ(平成3年1月に東京地方裁判所に和議申立てがなされた。)への融資等の債権の担保として保有していた国際航業株を、担保権の実行として公開買付けにより取得するものであった。

5 証券市場の公正確保のためのIOSCO行為規範原則及び店頭市場への行為規制の適用

以上述べてきたとおり、平成元年度以降、証券市場における公正性・透明性を確保するための施策が相次いで実施されていたが、証券取引の国際化・大衆化の一層の進展に伴って、市場の公正性・透明性を確保することはますます重要となっていく。また、平成2年1月以降、IOSCOの作業部会において、証券取引と証券業者の健全性を確保するため、業者に係る国際的な行為規範の検討が行われ、同年7月に作業部会としての結論¹⁾が取りまとめられ、同年11月の総会で採択される見込みとなっていたところでもあった。こうした状況の下、証券取引審議会不公正取引特別部会は同年10月に再開し、IOSCOの行為規範原則の日本への適用、及び店頭市場に対する行為規制の適用の二つのテーマについて審議を行うこととなった。

同特別部会ではまず、IOSCOの行為規範原則の日本への適用について検討が行われた。IOSCOの行為規範原則は、①誠実・公平、②注意義務、③能力、④顧客に関する情報、⑤顧客に対する情報、⑥利益相反、⑦遵守、の7項目から成る行為規範であり、同特別部会は、この七つの観点から日本の業者規制について体系的な検討を行い、平成3年2月5日に「証券監督者国際機構(IOSCO)の行為規範原則の我が国への適用について」を取りまとめた。そこでは、七つの原則のうち、法令等に根拠を置くことがふさわしいものについては法令等に明示的に規定することが適当であり、法律改正を要する事項については証券取引法の全般的な見直しの機会に規定の整備を図るべきであるとの基本的な考えが示されたうえで、個別の項目について、誠実・公平の原則や適合性原則等の法令化、取引一任勘定取引の原則禁止、内部者取引管理体制の徹底等が提言され、さらに、当面の措置としてIOSCOの七つの原則を周知徹底するよう提言された。この提言を踏まえ、大蔵省は同年3月1日に証券局長通達「証券監督者国際機構(IOSCO)における行為規範原則の我が国への適用について」を发出し、日本証券業協会に対し自主規制ルールの見直しや行為規範マニュアルの作成等を求めた。日本証券業協会は、同年8月23日に「倫理綱領」を決定したが、これは証券不祥

事への対応策の柱の一つに位置付けられるものとなった²⁾。

証券取引審議会不公正取引特別部会では、IOSCOの行為規範原則に係る報告書の取りまとめに引き続き、店頭市場に対する行為規制の適用について審議を進めた。店頭市場については、その規模が急激に拡大し、不特定多数の投資者が参加する状況となっているにもかかわらず行為規制の面で十分な整備がなされておらず³⁾、また、平成2年6月の証券取引審議会基本問題研究会第1部会報告⁴⁾においても、相場操縦及び内部者取引の禁止を店頭市場における取引にも適用することについて検討する必要がある旨指摘されていた。不公正取引特別部会は、平成3年4月26日に報告書「店頭市場に対する行為規制の適用について」を取りまとめ、店頭市場における相場操縦的行為の禁止や内部者取引の禁止、日本証券業協会等における審査・管理等の充実⁵⁾、株式市場（取引所市場及び店頭市場）の機能拡充⁶⁾等を提言した。

不公正取引特別部会が取りまとめたこれら二つの報告書は、基本問題研究会報告書「証券取引に係る基本的制度の在り方について」とともに、平成3年6月19日の証券取引審議会総会で審議・了承され、証券取引審議会の報告書として大蔵大臣に手交された⁷⁾。

しかしながら、この直後の6月下旬から一連の証券不祥事が社会的な大問題へと発展し、その全容解明と再発防止が緊急の課題となった。後述するように、証券不祥事への対応として平成3年及び平成4年の2度にわたって証券取引法の改正が行われることとなり、それまでの不公正取引特別部会の報告書の内容はこれらの法改正に反映されることとなった。「証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則の我が国への適用について」（平成3年2月5日）における取引一任勘定取引の原則禁止に係る提言については平成3年秋の証券取引法改正に盛り込まれ、同報告書における誠実・公平の原則や適合性原則等の法令化、「店頭市場に対する行為規制の適用について」（平成3年4月26日）の内容については平成4年の公正確保法に反映された。

〔注〕

- 1) Working Party No. 8, The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, "International Conduct of Business Principles", July 9, 1990（資本市場研究会編『証券取引審議会報告—証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則の我が国への適用について—店頭市場に対する行為規制の適用について—』（平成3年、財経詳報社）23-45ページ）。
- 2) 『月刊 資本市場』平成3年9月号 54-55ページ。
- 3) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』70ページ。
- 4) 証券取引審議会基本問題研究会第1部会「『金融の証券化』に対応した法制の整備等について」（平成2年6月8日）（『大蔵省証券局年報 平成2年版』81-100ページ）。
- 5) 本提言を受け、日本証券業協会は、平成3年10月25日に、店頭売買の停止要件の見直し

等の内容とする規則改正案を決定し、同月28日から実施した（「店頭における株式の売買その他の取引に関する規則」（公正慣習規則第1号）等の一部改正について）『証券業報』平成3年11月号 85-104ページ）。

- 6) 本提言を受け、東京証券取引所、大阪証券取引所及び名古屋証券取引所は、企業内容等が一定水準以上の中堅・中小企業の上場の途を広げ、投資対象物件の拡大・多様化を図るため、平成4年2月1日から株券上場審査基準等を緩和した（『大蔵省証券局年報 平成4年版』258ページ。『証券業報』平成4年1月号 6ページ。東京証券取引所「株券上場審査基準等の改正要綱」『月刊 資本市場』平成4年1月号 120-121ページ。東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』（平成12年、東京証券取引所）4-9ページ）。
- 7) 『証券局年報 平成3年版』70-71ページ。

6 証券不祥事への対応

平成3年6月下旬、証券会社と暴力団との間の取引が問題となっていた中で、証券会社が一部顧客に損失補てんを行っていたことが発覚し、いわゆる証券不祥事として社会的な大問題へと発展した。当時の法令では、事前の損失保証（による勧誘）は法令で禁じられていたが、事後的な損失補てんについては、法令ではなく平成元年12月の証券局長通達「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」で禁止されていた¹⁾。ところが、この証券局長通達に反して証券会社が事後的な損失補てんを行っていたことが明らかとなったのである。これを受け、大蔵省は、事後的な損失補てんを法令で禁止する方向で検討する考えを示す²⁾とともに、当面の措置として平成3年7月8日に証券局長通達「有価証券の取引一任勘定取引について」を發出し、損失補てんの温床となりやすい取引一任勘定取引を原則として禁止した。そして、平成3年の臨時国会に、事後の損失補てんや取引一任勘定取引を法令上禁止するための証券取引法改正案を提出する方針を固め³⁾、短期間で証券取引法改正法案を準備した。その内容は、取引一任勘定取引の原則禁止（違反すれば行政処分の対象）、事後的な損失補てん・利益提供の禁止（顧客による損失補てん等の要求も禁止）、損失補てん等に係る罰則整備等である。法案は平成3年9月13日に閣議決定、9月16日に国会に提出、10月3日に可決、改正法は成立し、10月5日に公布され（「証券取引法及び外国証券業者に関する法律の一部を改正する法律」（平成3年法律第96号））、関係政省令の整備、証券取引所・日本証券業協会の自主規制ルールの整備を経て、翌平成4年1月1日に施行された。

証券不祥事では、損失補てんのほかにも、野村證券と日興証券が暴力団関係者との間で不適切な取引を行っていたことが問題となり、特に野村證券による東急電鉄株式の大量売買については証券取引法第125条（相場操縦の禁止）違反の疑いが持たれた⁴⁾。大蔵省は、野村證券による東急電鉄株式の大量売買が、証券取引法第125条に違反し

ていないか、大量推奨販売に関する法令の規制に反していないか等について調査⁵⁾を行うとともに、証券取引審議会不公正取引特別部会を再開し、相場操縦的行為禁止規定（第125条）の在り方と、行き過ぎた大量推奨販売行為の規制の見直しについて審議を行った。証券取引法第125条の運用については、平成3年4月の同特別部会報告書「店頭市場に対する行為規制の適用について」において、行政当局等において幅広い検討を行うことが必要とされ、また、損失補てん等を禁じた平成3年証券取引法改正の際の参議院特別委員会の「証券及び金融に係る不祥事の再発防止に関する決議」においても、相場操縦的行為の禁止規定の見直しを検討するよう指摘がなされていた。同特別部会は、平成4年1月20日に中間報告書「相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について」を取りまとめ、同法第125条の積極的活用を提唱するとともに、行き過ぎた大量推奨販売行為を証券取引法上の禁止行為とすることを提言した。具体的には、相場操縦的行為の禁止規定の中核となる証券取引法第125条第2項第1号の構成要件について、東京飼料事件に関する東京高等裁判所判決（昭和63年7月26日）を素材にして考え方を整理し、違法な取引と適法な取引とを区別する基準として、「有価証券市場における有価証券等の売買取引等を誘引する目的」の存在を強調し過ぎることは適当ではなく、当該取引が「相場を変動させるべき取引」に該当するか否かによるべきであるとしたうえで、「相場を変動させるべき取引」の判断基準として、取引態様、取引の反復状況、市場関与率等を総合的に判断すべきであるとした。同中間報告書は、同年1月28日の証券取引審議会総会に報告された。また、提言内容のうち行き過ぎた大量推奨販売行為の禁止については平成4年の公正確保法に盛り込まれた。

証券不祥事に対しては、事後の損失補てん等の禁止といった緊急避難的な法改正と並行して、不祥事の背景として考えられた証券行政に係る問題点についても、これを見直すべく精力的に検討がなされた。平成3年7月下旬には海部内閣総理大臣が臨時行政改革推進審議会（第3次行革審）に証券市場の監視・適正化のための是正策について検討するよう要請し、これを受けて臨時行政改革推進審議会（第3次行革審）は同年9月13日に「証券・金融の不公正取引の基本的是正策に関する答申」を取りまとめた。答申では、「自由、公正で透明、健全な証券市場の実現」を基本目標として、証券行政の在り方の見直しと透明性の確保、自主規制機関の機能の充実・強化、検査・監視体制の在り方及び自己責任の徹底等が掲げられ、これらに関する具体的な措置として、新規参入の促進、株式等委託手数料の自由化、証券取引に係るルールの明確化（可能な限りの法令化、自主規制機関規則への移行、通達等の廃止・整理統合）、行政部門から独立した新たな検査・監視機関の設置等が提言された。また、損失補てん等を禁じた平成3年証券取引法改正の際の衆・参議院特別委員会の決議においても、行政部門からの独立性・中立性を踏まえた新たな監視機関の設置、自主規制機関の機能の充実強化、証券行政の透明化を図るための通達等の見直し（法令化・自主規制機

関規則への移行)等が指摘された。

こうした中、大蔵省は、同年9月末に「証券・金融検査監視体制検討準備室」を設置して新たな金融検査監視体制の検討を進めた。また、証券取引審議会は10月に再開し、一連の問題の再発防止と、投資者の信頼を回復し証券市場の健全な発展を図っていく見地から、証券市場に一層の競争原理の導入を図る⁶⁾方向で検討を行った。同審議会は、翌年の平成4年1月28日に報告書「証券市場における適正な競争の促進等について」を取りまとめ、①免許基準の具体化・明確化を通じた証券業務への新規参入の促進、②投資信託委託業者の免許基準の緩和、③株式等委託手数料の自由化(比較的問題の少ないと思われる大口取引に係る手数料から自由化を図り、具体的な細目等については作業部会を設けて十分な検討を行う。)、④通達等の見直し(可能な限りの法令化ないし自主規制機関の規則への移行等)、⑤自主規制機関の機能強化等を提言した。

これら一連の提言・検討を踏まえた公正確保法案⁷⁾は、同年2月14日に閣議決定され、2月26日に国会に提出された。公正確保法案には証券取引等の公正確保のための様々な措置が盛り込まれていたが、その柱の第一は、証券取引等監視委員会の設置であろう。同委員会の所掌や機構については後述するが、犯則調査の権限や、大蔵大臣に対する行政処分等の勧告の権限等が同法案に規定された。

また、同委員会設置以外の公正確保のための措置として次のような内容が盛り込まれた。

- ①自主規制機関の機能強化のため、証券業協会の法的位置付けを民法上の社団法人から証券取引法上の法人へと見直すこと、国の行政権限の一部である外務員登録を自主規制機関たる証券業協会に委任できること、取引所会員・証券業協会会員の規則違反に対して取引所・協会が必要な措置をとることを怠った場合には大蔵大臣が取引所・協会を行政処分できること(自主規制機能を発揮させるための大蔵大臣の自主規制機関に対する監督権限)、等の規定を整備した。
- ②通達の法令化として、(i)顧客の知識、経験、財産の状況に照らして不適当な勧誘を証券会社が行った場合は是正命令の対象とする旨の規定(いわゆる適合性原則の法令化)、(ii)証券会社の自己資本規制比率に係る規定を設けた。
- ③相場操縦的行為、損失補てん等に対する法人の罰金刑の上限を現行の300万円、100万円からそれぞれ3億円、1億円とした。
- ④店頭市場にも、相場操縦的行為の禁止、インサイダー取引規制等の不公正取引規制を適用することとした。
- ⑤IOSCO行為規範原則のうちの「誠実・公正の原則」を規定した。
- ⑥行き過ぎた大量推奨販売を禁止行為の対象とした。

公正確保法案は、平成4年5月29日に可決、同法は成立し、同年7月20日に施行された。同日、証券取引等監視委員会が大蔵省に発足し、証券局、銀行局等の機構も改

組された。また、公正確保法の施行に伴い、ルールの明確化を図るための通達等の見直しが行われ、498本の証券局関係通達、事務連絡、口頭指導は、法令化や自主規制機関規則への移管、統合・廃止等によって35本に整理統合された。

以上のような行政当局による対応と並行して、この間、日本証券業協会や証券取引所においても証券不祥事への対応策がとられた。東京証券取引所は、平成3年8月21日に、公益理事の増員、会員規律の強化（過剰金の引上げ等）、価格監視・審査体制の強化等を内容とする対応方針を取りまとめ⁸⁾、また、日本証券業協会は、同年8月23日に、7項目から成る「倫理綱領」の策定、監査機能の強化、規律委員会の改組、営業責任者等の資格制度の創設の4点を柱とした対応策を取りまとめた⁹⁾。

さらに、改正証券取引法に損失補てん等の禁止・罰則に係る規定等が設けられたことを受け、日本証券業協会及び各証券取引所は、平成3年12月18日に自主規制ルールの見直し案を決定し¹⁰⁾、その大半が改正法施行に併せて平成4年1月1日から実施に移された。特に大きく見直されたのは債券の流通市場に関するルールであった。それは、損失補てん等の手口に債券取引が多用されたためであった。具体的には、債券の取引価格について、基準価格からの値幅制限が拡充され、非上場債券の大口取引にも値幅制限を設ける、上場債券の市場外売買の値幅制限を強化する、といった見直しが行なされた（本章第5節3（1）参照）。また、発行市場関係では、時価発行公募増資等における一投資家当たりの配分上限の設定、新規公開株式の一顧客当たりの配分回数の限度設定（年4回まで）、株式公開制度の見直し（入札対象割合の引上げ、入札価格の上限撤廃等）¹¹⁾等が行われた。

また、公正確保法の施行により、日本証券業協会は、平成4年7月20日付で民法上の社団法人から証券取引法上の認可法人へ改組された。公正確保法により証券業協会及び証券取引所の自主規制機関としての機能が法的にも明確化・強化されたことに加え、法施行に併せて大蔵省の証券局関連の通達等の多くが自主規制機関のルールとして改めて位置付けられたことで、証券市場の公正性・透明性の確保において自主規制機関が果たすべき役割は大きくなったのである。

〔注〕

- 1) 本巻「証券行政」第1章参照。
- 2) 参議院「決算委員会会議録」（平成3年6月26日）説明員答弁。
- 3) 衆議院「大蔵委員会会議録」（平成3年7月25日）大蔵大臣答弁。
- 4) 「証券取引法等の一部を改正する法律の解説—証券不祥事の再発防止に向けて—」『旬刊商事法務』平成3年10月25日号2ページ。
- 5) 野村證券による東急電鉄株式の大量売買については、調査の結果、相場操縦的行為禁止規定（証券取引法第125条）違反の認定には至らなかったものの、行き過ぎた大量推奨販売行為に該当するとして是正命令が発出された（大蔵省「大手四社に係る特別検査結果に

- ついて」(平成3年12月26日)(『大蔵省証券局年報 平成4年版』274-275ページ)。
- 6) 証券取引審議会報告書「証券市場における適正な競争の促進等について」(平成4年1月28日)(資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について—証券取引審議会報告— 相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について—証券取引審議会不公正取引特別部会中間報告—』(平成4年、財経詳報社)3-30ページ)。
 - 7) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』44-46ページ。「公正を確保するための証券取引法等改正法の概要」『旬刊 商事法務』平成4年6月15日号2-9ページ。
 - 8) 日本経営史研究所編『東京証券取引所50年史』(平成14年、東京証券取引所)698ページ。東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』(平成12年、東京証券取引所)843ページ。
 - 9) 『月刊 資本市場』平成3年9月号54-55ページ。日本証券業協会「倫理綱領—証券業の信頼回復を目指して」(平成3年8月23日)(『月刊 資本市場』平成3年9月号113-114ページ)。
 - 10) 平成3年12月18日に決定された日本証券業協会及び東京証券取引所の自主規制ルールの見直しの内容は、『証券業報』平成4年2月増刊号、菅野良男「自主規制規則の整備について」の概要『月刊 資本市場』平成4年2月号100-111ページに詳述されており、本稿の記述もこれらによる。
 - 11) 株式公開制度の見直しを経た新たな株式公開制度については、平成4年4月1日から実施された。

7 証券市場の公正性確保に関する行政機構の見直し

以上述べてきたとおり、平成元年度から平成2年度にかけて、インサイダー取引規制の導入、株式公開ルールの改善、いわゆる5%ルールの導入など、市場における価格形成の公正性と透明性を確保するための施策が相次いで実施されていったが、価格形成の公正性・透明性を確保していくには、こうした制度面での対応とともに、市場監視体制についても充実を図る必要があった。このため、平成元年7月1日に大蔵省証券局流通市場課に「証券取引審査官」が新設され、インサイダー取引など証券取引に対する監視体制が強化された。翌年の平成2年6月29日には、「証券取引審査室」の設置と上席証券取引審査官の新設、証券取引審査官の増員が行われ、相場操縦やインサイダー取引の監視、大量保有報告書の受理・内容審査等、証券取引への監視体制がさらに充実・強化された¹⁾。

また、一連の証券不祥事の発生を受けて、証券行政の在り方自体も問われることとなり、従前の業界の保護的・育成的な証券行政から、ルールを明確化・透明化したうえで競争の促進を図り、ルールの遵守状況を監視し、ルール違反に対して厳正に対処する証券行政への転換が求められた。行政の市場監視機能の強化は、自主規制機関の機能強化とともに市場の公正性を確保するうえで不可欠な要素となり、その具体的な組織や機能の在り方については国民的関心事項として各方面で活発な議論・提言がな

された。こうした経緯を経て、最終的に、大蔵省に新たな市場監視機関として「証券取引等監視委員会」が創設されるという結論に至ったのである。

証券取引等監視委員会²⁾は、国家行政組織法第8条に基づく合議制の機関であり、その所掌は証券取引及び金融先物取引の監視である。監視機能を果たすための具体的な権限として、①証券取引法等に基づく大蔵大臣の証券会社等に対する報告徴求権及び検査権のうち、取引の公正確保に関するものについて、大蔵大臣から証券取引等監視委員会に権限が委任され、また、②証券取引等監視委員会の固有の権限として犯則事件の調査等を行うことが証券取引法に規定された。組織面では、証券取引等監視委員会は3人の常勤の委員から成るとされ、その下に事務局が置かれた。事務局には、検査等を担当する総務検査課と、犯則事件調査等を担当する特別調査課が設けられた。大蔵大臣との関係では、委員長及び委員は独立してその職権を行うこと、人事面では国会の同意を要し、意に反して罷免されないことが明定され、その独立性・中立性が確保される一方で、大蔵大臣に対し、①重大な法令違反があった場合の行政処分等の勧告、②自主規制機関に必要な措置を命ずる行政処分の勧告、③法規制や自主ルールの見直しその他の施策の建議、を行い得ること、大蔵大臣は委員会の勧告等を尊重しなければならないこと等、委員会の調査・検査の結果が的確に行政に反映されるよう措置された。

証券会社等への検査機能のうち、自己資本規制比率、利益準備金の積立て状況等の財務状況に関する検査など、証券取引等監視委員会の機能になじまない検査機能は引き続き大蔵省本省が担うこととなり、証券局、銀行局、国際金融局に分散していた検査機能は、証券取引等監視委員会の創設に併せて大臣官房金融検査部に統合された。併せて、証券局の機構改革も行われ、資本市場課・業務課・流通市場課・検査課を廃止して証券市場課と証券業務課を設置する、証券局総務課に証券取引等監視委員会との連絡調整を行う証券調査官を設置する、証券市場課に普通社債、転換社債等の債券の発行・流通制度を所管する公社債市場室を設置することなどがなされた。さらに、地方支分部局である財務局の銀行、証券会社の検査・監視体制も改編・強化された³⁾。

〔注〕

- 1) 「証券取引審査室の設置について」『旬刊 商事法務』平成2年8月5日号 63-66ページ。
- 2) 証券取引等監視委員会の概要については、「新しい検査監視体制について」『ファイナンス』平成4年8月号 4-12ページによる。また、本巻「証券行政」第2章に詳述されているので、そちらも参照されたい。
- 3) 『証券年報 平成9年版』509ページ。

第4節 金融の証券化への対応等証券取引制度の 基本的在り方に関する検討

1 証券取引審議会基本問題研究会中間報告書¹⁾ (平成元年5月)

金融の証券化、いわゆるセキュリタイゼーションについては、日本においても、CP (Commercial Paper)、抵当証券、住宅ローン債権信託など、金融の証券化に関連した新しい商品の市場が拡大しつつあった。しかしながらこうした新しい商品に対しては、一般的なディスクロージャー、公正取引ルール等の投資家保護措置は法制上整備されておらず、商品ごとに個別に立法するといった対応や、最低販売単位の設定等により一般投資家に販売されることを回避することで投資家保護措置に代えるといった対応がとられていた。そのため、関係者間の調整に時間を要したり、投資家保護措置に係る法的な手当が必ずしも十分でないことが課題となっていた。金融の証券化がますます進展していくと見込まれる中、証券化関連商品の市場を整備するとともに、十分な投資家保護措置の法制整備をすることが急務であった。

証券取引審議会は、昭和63年9月に基本問題研究会を設置し、まずは金融の証券化の進展に伴う諸問題について検討を行うこととし、平成元年5月19日に中間報告書「金融の証券化に対応した資本市場の在り方について」を取りまとめ、5月31日の証券取引審議会総会です承を得た。

同報告書は、欧米及び日本における金融の証券化の現状と背景について整理したうえで、金融の証券化は日本においても避けることのできない流れとして進展するとの展望を示した。そのうえで、証券化関連商品の市場整備を、できるだけ幅広い範囲の市場参加者を念頭に置いて検討する必要があるとした。証券化関連商品に関する法的枠組みについては、これまでのように商品ごとに個別の対応をとるのではなく、一般的な枠組みとして、ディスクロージャー制度、取引の公正確保のための規制、市場取引のルール及び取扱業者の範囲に係る事項について、法制上の規制を整備することが望ましく、証券取引法の基本的な仕組みを活用する方向で検討を行うことが適当であるとの基本的な考え方を示した。また、証券化関連商品の市場整備を進めるに当たっては、①格付の利用の一層の定着と社債発行ルール（適債基準等）の見直し、②社債発行限度規制の撤廃の検討と早急な法改正、③商品性の制約の見直し、④受託制度の在り方の検討など、資本市場等における、関連する諸制度・諸慣行についての幅広い見直しを行うことを提言した。

〔注〕

- 1) 証券取引審議会基本問題研究会「金融の証券化に対応した資本市場の在り方について」（平成元年5月31日）（『大蔵省証券局年報 平成元年版』110-120ページ）。

2 証券取引審議会基本問題研究会第1部会報告書¹⁾（平成2年6月）

証券取引審議会は、基本問題研究会の下に二つの部会を設けたうえで、平成元年9月に審議を再開し、金融の証券化への対応をはじめとする証券取引制度等の在り方について議論を行った。先の中間報告書で指摘していた金融の証券化に対応した法制的在り方については第1部会で扱うこととし、同年9月から平成2年6月までの間に14回の会合を開催して、証券化関連商品に関する投資家保護のための法制上の枠組み等について精力的に検討し、平成2年6月8日に報告書『『金融の証券化』に対応した法制的整備等について』を取りまとめた。同報告書は、第2部会報告書（後述）とともに、6月15日の基本問題研究会で了承され、さらに6月21日の証券取引審議会総会においても了承された。

報告書の概要は次のとおりである。まず、法制的整備に際しての基本的な考え方として、報告書は次のように述べている。近年我が国においても証券取引法上の有価証券に該当しない証券化関連商品が増加しているが、これらには証券取引法上の投資家保護の規定が適用されないことから、一般の投資家の投資対象とならないよう、販売先の限定を行うなど商品性を制約する措置により対応している。しかしながら、投資家の保護を図り、発行者・投資家のニーズに応じた商品開発を促進して、資本市場の健全・円滑な発展を図るには、証券化関連商品に係る一般的な法的枠組みとして、投資家の自己責任原則を前提としたディスクロージャー制度、取引の公正確保のための規制等を整備することが望ましい。このような投資家保護のための枠組みは、証券化関連商品についても、証券取引法の基本的な仕組みを活用する方向で検討することが適当と考えられる。

次に、証券取引法上の有価証券概念の定義について報告書は、経済的、実体的にみて伝統的有価証券と同一又は類似の機能を有する証券化関連商品を証券取引法の規制対象とし（ただし、証券取引法と「実質的に同等の投資家の保護が図られているような場合には、〔中略〕証券取引法の規制の全部又は一部を適用除外とすることが適当」であるとした。）、様々な証券化関連商品の出現に対応し得るよう「ある程度抽象的」な「幅広い有価証券」という概念により規定することが適当であるとした。また、この「幅広い有価証券」の属性として、投資家が直接に事業・資産を支配しない「投資」であること、及び不特定多数の投資家に保有される可能性があることを挙げた。

「幅広い有価証券」に対する具体的な投資家保護措置として、まずディスクロ-

ジャー制度については、これを「幅広い有価証券」に適用することが適当であるが、その際には、企業内容の開示に重点を置いている現行の証券取引法の規定を、資産金融型証券の実態に即した開示内容等とし得るよう見直しを行う必要があるとした。また、「幅広い有価証券」には私募で取引されるものが多くあると予想されることから、「幅広い有価証券」の導入に併せて公募・私募の概念及び私募規制の在り方について制度の見直しを行うことが適当であると指摘した。取引の公正確保のための規制については、詐欺的行為の禁止、相場操縦の禁止等の、すべての者を対象としている規制は原則として「幅広い有価証券」に適用し、仲介業者に対する投資勧誘行為の適正化のための規制についても原則として「幅広い有価証券」に適用することが適当であるとした。さらに、証券化関連商品の仲介業務についても免許制等の営業規制と同様の規制を行う（銀行による「幅広い有価証券」の仲介業務の在り方については第2部会の議論を踏まえてさらに検討する。）、証券化関連商品に係る各種の行為（仕組み行為、管理運用行為、直接販売行為等）に対する規制の在り方についてはさらに検討する等の内容も盛り込んだ。

〔注〕

- 1) 証券取引審議会基本問題研究会第1部会『『金融の証券化』に対応した法制の整備等について』（平成2年6月8日）（『大蔵省証券局年報 平成2年版』81-100ページ）。

3 証券取引審議会基本問題研究会第2部会報告書¹⁾（平成2年6月）

証券取引審議会基本問題研究会第2部会は、証券業務の担い手の在り方を含む、国内資本市場の在り方全般について検討することとなり、その一環として、金融制度調査会金融制度第二委員会中間報告「新しい金融制度について」（平成元年5月）において「証券取引審議会での十分な議論が行われることを期待する」とされた銀行・証券分離制度の在り方についても取り扱うこととなった。第2部会は平成元年9月以降、精力的に審議を行い、平成2年6月11日に報告書「国際的な資本市場の構築をめざして」を取りまとめた。

同報告書は、金融の自由化、国際化等が進展する中、我が国資本市場が真に国際的な市場として発展していくためには、①国内市場の空洞化の回避、②証券化への対応、③投資家保護の徹底と市場の透明性・公正性の確保、④市場仲介者に関する規制の在り方といった課題にどう対応していくべきかとの観点から検討を行うことが必要であるとしたうえで、(i)効率性、(ii)国際性、(iii)健全性及び安定性という三つの基準に照らして、既に実情に合わないものとなっている諸規制・諸慣行の見直し・撤廃を行い、適正かつ十分な競争が行われるための条件を整えるとともに、証券化関連商品を含め

証券取引全般について包括的・統一的な法的枠組みを整備し、自由な競争と商品開発を促し、全体として資本市場が健全に発展できるような市場整備を行うことが必要であるという基本的な考え方を示した。

諸規制・諸慣行の見直し・撤廃の具体的な措置としては、まず、発行市場に関するものとして、社債等の発行時の制約（適債基準、社債発行限度規制等）、受託制度（受託機能の明確化、受託業務への新規参入）、商品の多様性（中・短期債、変動利付債、証券化関連商品等）、仲介コスト等（引受手数料、受託手数料等）、発行条件の決定等について、発行体と投資家の判断を基本とするマーケット・メカニズムに委ねる方向で、見直し・撤廃を行うべきであるとした。また、流通市場に関するものとしては、株式市場における価格形成の透明性・公正性（適切な株価監視等の実施、ディスクロージャーの充実等）、個人投資家の参加による市場の厚みの確保（取引単位の引下げ等）、株式委託手数料（機動的・弾力的見直し）、債券等の流通性（発行ロットの拡大等）について改善を図るべきであると指摘した。

さらに、証券取引に係る基本的な制度の見直しについては、「幅広い有価証券」の概念を採用することの必要性と、公募・私募証券取引の規制の在り方を体系的に見直すことの必要性を指摘したうえで、こうした見直し等を行う際には、伝統的有価証券と証券化関連商品の全体を包括する体系的・統一的な証券取引規制の整備が必要であるという基本的な考え方を示した。市場仲介者、とりわけ銀行と証券会社による相互進出については、その意義に触れたうえで、証券取引法第65条の下で従来回避されてきた弊害（利益相反の発生、競争条件の不均衡、銀行の健全性の侵害等）が銀行の証券業務への参入によって顕在化することを防止する必要があるとした。そして、特定の結論に集約されている段階ではないとしつつも、証券子会社を設立する方策をとる場合には、我が国の実態に即した有効なファイアー・ウォールを設定することが必要であり、市場機能の安定性を損なうことのないよう、参入の分野・テンポは漸進的段階的に慎重に行われる必要があると指摘した。

なお、第2部会報告書も、第1部会報告書と同様に、平成2年6月15日に基本問題研究会において、また6月21日には証券取引審議会総会において了承された。

〔注〕

- 1) 証券取引審議会基本問題研究会第2部会「国際的な資本市場の構築をめざして」(平成2年6月11日) (『大蔵省証券局年報 平成2年版』100-126ページ)。

4 証券取引審議会基本問題研究会ディスクロージャー小委員会報告書¹⁾ (平成3年4月)

証券取引審議会基本問題研究会は、平成2年6月に取りまとめた第1部会及び第2部会の報告内容を踏まえてさらに検討を行うため、同年10月に審議を再開した。審議対象事項のうちディスクロージャー制度の見直しに係る諸問題については、専門的・技術的な観点からの検討を要することから、同研究会の下にディスクロージャー小委員会を設置して審議を行うこととした。同小委員会は、同年10月末以降、証券化への対応、公募概念の見直し・私募についての法整備に関連するディスクロージャー制度の整備について検討を行い²⁾、平成3年4月25日にそれまでの検討結果を同小委員会報告「ディスクロージャー制度の見直しについて」として取りまとめ、翌日に基本問題研究会へ報告した。

同報告書では、まず、公募概念等の見直しとして、現行証券取引法において「不特定且つ多数の者」に「均一の条件」で有価証券の取得等の勧誘を行う場合を「公募」と定義し、ディスクロージャーの義務を課している点について、「不特定且つ多数」を従来の運用を踏まえて「50名以上」と法令上明確化するとともに、勧誘対象者の属性を考慮した取扱いとすること（一定の要件を満たす機関投資家のみを対象とする場合には勧誘対象者が50名以上となってもディスクロージャーを免除。）、さらに、「均一の条件」を「公募」の要件から外すこと等が提言された。次に、有価証券の概念の見直しに伴い証券化関連商品等にも証券取引法のディスクロージャー規制が適用されることとなる点については、別途証券取引法のディスクロージャーと同様・類似の規制が行われ実質的に同等の投資家保護が図られているようなもの等については適用除外とする、開示内容・開示形式等については資産金融型証券の特性等に留意して定める、といった考え方が示された。

以上の内容は、平成3年5月に取りまとめられた証券取引審議会基本問題研究会の報告書（後述）に盛り込まれることとなった。

〔注〕

- 1) 証券取引審議会基本問題研究会ディスクロージャー小委員会「ディスクロージャー制度の見直しについて」（平成3年4月26日）（『大蔵省証券局年報 平成3年版』84-88ページ）。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』74ページ、93ページ。

5 証券取引審議会基本問題研究会報告書¹⁾（平成3年5、6月）

前述のとおり証券取引審議会基本問題研究会は、平成2年10月に再開し、①証券化

への対応、②公募概念の見直し・私募についての法整備、③市場仲介者についての検討、という三つの課題について精力的に審議を行い、翌平成3年5月24日の基本問題研究会において報告書「証券取引に係る基本的制度の在り方について」を取りまとめた。同報告書は、翌月の6月19日の証券取引審議会総会において了承され、証券取引審議会の報告書として大蔵大臣に提出²⁾された。

報告書では、まず、「第1章 有価証券定義の見直し」において、ますます開発が進む証券化関連商品にもディスクロージャー制度、取引の公正確保等の投資家保護の枠組みが適用されるよう、証券取引法において新たな有価証券の概念を採用する必要があるとされた。そのうえで、新たな有価証券の概念についての基本的考え方として、①複数の者が資金を拠出し、その拠出した資金を元に資金の拠出者以外の第三者が事業経営・資産運用を行い、資金の拠出者は事業経営・資産運用の果実としての利益の分配を受けるもので、②流通の可能性があるもの、とすることが適当であるとされた。有価証券の定義の仕方としては、既に存在する証券化関連商品をできる限り具体的に列挙するとともに、以後出現するものも包摂し得る包括条項を設けることが必要であると指摘された。

次に、「第2章 公募概念の見直し・私募についての法整備及びディスクロージャー制度の整備」では、ディスクロージャー小委員会の報告書の内容に沿った提言（公募概念の見直し、新たな有価証券概念の採用に伴うディスクロージャーの整備等）が掲げられた。また、私募についても法整備を行い、これを証券取引法に位置付け投資家保護の枠組みを活用する必要があるとされた。一方で、私募の法整備によって資本市場の中心たる公募市場の機能・発展が悪影響を受けることのないよう、私募で発行された証券に譲渡制限・転売制限を付す等その流通性に制約を設けることや、公募市場の活性化を図るため公募市場における諸規制・諸慣行の見直し・撤廃を行うことが必要とされた。

続く「第3章 市場仲介者についての検討」においては、有価証券の概念の見直しにより以後有価証券に該当することとなる証券化関連商品について、証券業務以外の業務を営む者が本体で市場仲介を行うことが適当な場合も生じてくるとして、兼業制限等を緩和した限定免許制を導入することが適当であるとされた。また、従来、銀行が行ってきたCP等の短期証券を用いた取引や私募業務については引き続き銀行が行うことができるようにすることが適当であるとされた。次に、資本市場への新規参入については、有効で適正な競争を促進するという観点から、当面発行市場を中心に新規参入を図ることが適当であるとされた。一方で、証券業務以外の業務を営む者が本体で広く証券業務を営むことは適当ではなく、また、新規参入に伴う問題に対応すべく、適切な弊害防止措置が整備されることや、市場機能の安定性が損なわれることのないよう、参入の分野・テンポについては漸進的段階的に考えることが必要であると

指摘された。さらに、銀行による証券業務への参入については、証券取引法第65条の基礎になる基本的な考え方（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等）は今日でも重要な意義を持つとされたうえで、どのような法的手当が必要であるかについて関係行政当局において所要の検討を行う必要があるとされた。

報告書は以上のような提言を行ったうえで、最後に、行政当局に対して、証券取引法等の改正作業に速やかに着手するよう要請した。

以上が証券取引審議会報告書の概要であるが、平成3年6月には、昭和60年9月以降日本の金融制度の在り方について審議を行ってきた金融制度調査会制度問題専門委員会も「新しい金融制度について」と題する報告書を取りまとめ、金融制度調査会として大蔵大臣に答申した。答申では、金融機関間の競争を促進し、金融の効率化を図り、利用者の多様なニーズに応えられるようにすることが重要であり、そのためには各業態の金融機関が相互に他業態の業務にも幅広く参入していくことが適当であるとされた。具体的な相互参入の在り方としては、業態別子会社方式を主体としつつ、本体での相互乗入れ方式をも適切に組み合わせることが適当であるとされ、各業態別子会社の業務範囲に係る提言や、私募債、証券化関連商品についての取扱い業務を銀行本体で行う等の提言が盛り込まれた。

〔注〕

- 1) 証券取引審議会基本問題研究会「証券取引に係る基本的制度の在り方について」(平成3年5月24日)及び証券取引審議会総会「証券取引に係る基本的制度の在り方について」(平成3年6月19日)〔大蔵省証券局年報 平成3年版〕75-84ページ。
- 2) 「証券取引審議会報告書 証券取引に係る基本的制度の在り方について」『ファイナンス』平成3年8月号 51ページ。

6 証券取引審議会報告書¹⁾ (平成4年1月)

前述の平成3年6月の証券取引審議会報告書「証券取引に係る基本的制度の在り方について」の取りまとめと相前後して、いわゆる証券不祥事が明らかとなった。証券不祥事を巡っては、証券会社の経営活動に対する問題点だけでなく、それまでの証券行政の在り方についても問題点が指摘されることとなった。同年9月に出された臨時行政改革推進審議会（第3次行革審）の答申においても、証券行政の見直しと競争の促進（新規参入の促進、株式等委託手数料の自由化）、自主規制機関の機能の充実・強化、検査・監視体制の在り方、自己責任の徹底等について提言がなされた。

こうした状況を踏まえ、証券取引審議会は平成3年10月末に審議を再開し、証券不

祥事の再発を防止し、投資者の信頼を回復し証券市場の健全な発展を図る見地から、新規参入の促進（証券業者の免許基準の具体化・明確化）と株式等委託手数料の在り方等の問題を中心に検討を行い、平成4年1月28日に報告書「証券市場における適正な競争の促進等について」を取りまとめた。金融制度調査会においても、行政の透明性の向上、金融・証券市場における適正な競争促進等についての検討が行われ、同じく平成4年1月に金融制度調査会制度問題専門委員会報告書「金融システムの安定性・信頼性の確保について—金融制度改革と金融機関経営のあり方」が取りまとめられた。

証券取引審議会報告書では、新規参入の促進に関して、①証券業の公共性等にかんがみれば免許制を維持することが適当であるが、その運用に際しては免許基準の具体化・明確化を図り、積極的に証券業務への新規参入の実現を図ることが重要である、②新規参入の必要性は発行市場において高いものの、流通市場への参入も排除するものではない、との考え方が掲げられ、免許基準の各条項についてその具体化・明確化の方向性が示された。

また、株式等委託手数料の自由化については、報告書では、証券取引審議会としては今回の一連の問題により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の認識を持たざるを得ず、流通市場における適正な競争を促進する見地から株式等委託手数料の固定制の見直しを行うことは避けて通れないと指摘された。そして、自由化の実施に当たっては、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る、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については証券取引審議会に作業部会を設けて検討を行う、とされた。

このほか、通達等の見直し（可能な限りの法令化、自主規制機関規則への移行）、自主規制機関の機能強化等についての提言も盛り込まれた。

以上のような証券取引審議会及び金融制度調査会における一連の検討を踏まえて、金融制度及び証券取引制度改革の法定化の作業が進められ、関係法律16本（金融関係14本、証券関係2本）を一括して改正する「金融制度及び証券取引制度改革のための関係法律の整備等に関する法律案」が平成4年3月13日に閣議決定、同月17日に国会に提出された。その後、同法律案は同年6月19日に可決され、同法は成立して同月26日に公布された（平成4年法律第87号）（第2章参照）。

〔注〕

- 1) 証券取引審議会「証券市場における適正な競争の促進等について」（平成4年1月28日）（資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について—証券取引審議会報告—相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について—証券取引審議会不公正取引特別部会中間報告—』（平成4年、財経詳報社）3-38ページ）。

第5節 効率的で安定的な証券市場の確立

1 社債等発行市場の整備・改善¹⁾

昭和60年頃、日本企業による社債形態での資金調達は増加していたものの、国内市場での普通社債の起債は極めて低調で、国外市場に依存する状況にあった。こうした国内社債発行市場の低迷の一因として、日本の社債市場が国外市場に比べて制度・慣行上の制約が多く使いにくいものとなっていることが指摘されていた。

社債発行市場を巡る課題等について検討を重ねてきた証券取引審議会は、昭和61年12月に報告書「社債発行市場の在り方について」を取りまとめ、有担保原則の見直し（無担保社債の適債基準の緩和と格付方式への移行、財務制限条項の見直し、格付制度の充実等）、起債の仕組みの改善（発行時期の弾力化、発行条件の競争的決定（プロポーザル方式の導入）等）、引受業務の在り方の見直し（幹事持回りの解消等）、社債の多様化の推進（年限、商品性の多様化等）、私募債市場の自由化、発行市場の裾野の拡大（担保付社債の適債基準の緩和等）、社債発行限度の見直し、受託制度の在り方、社債流通市場の整備、コマーシャル・ペーパー（CP）の検討、ディスクロージャー制度の改善（発行登録制度の導入等）など、広範な内容の改革を提言した。本報告書における証券取引審議会の提言は昭和62年以降順次実施に移されていったが、引き続き平成元年度以降も、適債基準の緩和と格付制度の拡充・定着の促進、社債発行限度規制の見直し、社債流通市場の整備、国内CP市場の改善といった取組みが行われた。

社債発行市場の改革の着実な進展に加えて、平成2年以降エクイティ市場が事実上閉鎖され、再開後も低迷が続いていたこともあって、資金調達手段として普通社債の発行を考える企業も現れ始めた。平成3年4月には、一般事業会社（近畿日本鉄道）による国内普通社債の発行が実現したが、これは、昭和63年11月（三菱地所）以来2年5か月ぶりのことであった²⁾。

以下で、この間の社債等発行市場の改革について述べていくこととする。

（1）適債基準の緩和と格付制度の拡充・定着

適債基準の緩和と格付制度の拡充・定着の推進は、日本の社債発行市場を「市場原理に基づいた競争的なシステム」³⁾へ転換するに当たって重要であった。証券取引審議会の昭和61年12月の報告書の取りまとめ当時、社債発行は、社債発行企業の適格性に対する規制（適債基準）により入口段階で規制されており、その適債基準は、企業規模と財務比率を中心とした画一的な内容（「数値基準」）となっており、有担保原則

の下、無担保社債の適債基準はより厳しく設定されていた。こうした状況に対して、報告は、企業の資金調達を確保しつつ、企業の個別事情が発行条件等に反映される仕組みへと移行していく方向性を打ち出し、その前提となる格付制度の重要性を指摘した。

この報告書を受けて、昭和62年から昭和63年の間に、格付を一層活用する方向で無担保社債及び担保付社債の適債基準の緩和が行われた⁴⁾。すなわち、無担保社債、担保付社債双方の適債基準に「格付基準」が導入され、一定の格付以上の会社については企業規模等に係る「数値基準」を充足しているか否かにかかわらず社債発行ができることとなった。加えて、適債基準の原則的な基準が「数値基準」から「格付基準」へと変更された。また、この間の昭和62年11月に国内CP市場が創設され、その1年後の見直し（昭和63年12月）の際にCP発行適格基準に格付基準が導入される等、CP発行においても格付の利用が進んだ（後述）。

このように社債等の発行における格付の活用が進む中、平成元年1月に「格付についての懇談会」（発行会社、金融機関、証券会社、学識経験者、行政等で構成。）が設置され、同年6月6日に、格付の定着に向けてとるべき方策等についての提言を盛り込んだ報告書「我が国資本市場における格付の定着に向けて」が取りまとめられた。そのフォローアップのため同年12月に開催された「格付についての懇談会」では、平成2年4月を目途に国内転換社債に複数の格付を導入すること、適債基準及び財務制限条項の緩和を検討すること等が提言された。これらの提言を受け、平成2年4月には、国内転換社債について複数の格付の取得・公表が義務付けられた。また、高格付会社に対する引受証券会社の審査質問回答書の簡素化⁵⁾等も同年4月から実施された。「格付についての懇談会」は同年6月、12月にも開催され、格付の定着に向けた課題についてのフォローアップがなされた⁶⁾。

この間、CPにおいても格付の利用が進み、平成2年1月には、CPの発行適格基準を格付基準に一本化すること（同年10月実施。）等が決定された（後述）。

適債基準の緩和・撤廃と格付利用の促進に関しては、平成2年6月に取りまとめられた証券取引審議会基本問題研究会第2部会報告書（本章第4節3参照）においても、適債基準の早期撤廃に向けた当面の措置として格付基準への移行及びその内容の緩和を行う必要性が指摘されたほか、無担保社債に係る財務制限条項について改善に向けて努力する必要がある旨指摘された。これを踏まえて、大蔵省は、同年11月1日に普通社債、転換社債及び新株引受権付社債の適債基準と財務制限条項の見直しを公表した。適債基準については、①担保付社債、無担保社債ともに数値基準を廃止して格付基準に一本化することとしたほか、②無担保適債基準の格付基準において（格付に加えて）一定規模以上の純資産額も要件としていたが、これを廃止した。併せて、担保提供制限条項・追加債務負担制限条項・利益維持条項・配当制限条項の四つの財務制

限条項についても見直しを行い、高格付企業については、四つの条項のすべてを付す必要はなく一部の条項を付せば足りるとしていた従前の取扱いをさらに緩和するとともに、個々の条項の内容についても緩和・合理化を行った。

こうした取組みが積み重ねられた後の平成3年12月に開催された「格付についての懇談会」の報告⁷⁾では、格付定着が新たな段階、すなわち、発行ルール上や行政面での格付利用といった制度面を中心とした段階から、投資家や市場仲介者等格付利用者のニーズの高まりを定着の推進力とすべき段階に至っているとの認識が示され、具体策（格付利用対象の拡大、普通社債・新株引受権付社債における複数格付の普及等）の実施・検討に市場関係者自身が取り組むことに重点が置かれた。また、格付機関の独立性・中立性、手続の透明性の要請を踏まえ、法令に根拠を置いた形での「格付機関の指定制度」の導入について検討することが掲げられた。

行政による格付利用は、それまで通達等においてなされており、そこで用い得る格付機関についても通達等で定められていたが、証券不祥事を受けて、行政の透明性向上の観点から通達等の見直しを行うこととなった。通達等の見直しの一環として、法令上の制度における格付基準の利用について、それぞれの制度ごとに法令上の根拠が設けられるとともに、そこで用い得る格付機関を大蔵大臣が一定の基準に基づいて指定する仕組みが設けられた。具体的には、平成4年5月29日に成立した公正確本法に証券会社の自己資本規制に係る規定が設けられ、それを受けて、同年7月に、証券会社の自己資本規制比率の算出方法に係る通達の省令化⁸⁾が行われ、同省令に格付基準の根拠規定が置かれた。また、同じく同年7月には、開示省令等の改正により参照方式及び発行登録制度の利用適格要件に格付基準が導入された。証券会社の自己資本規制、参照方式・発行登録制度の利用適格要件のいずれにおいても、格付機関について「大蔵大臣がその格付実績、人的構成、組織、格付の方法及び資本構成その他発行者からの中立性に関する事項等を勘案して有効期間を定めて指定したもの」と定義され、それぞれ告示において、6機関⁹⁾の格付機関が指定された¹⁰⁾。

（2）社債発行限度規制の見直し

次に、昭和61年12月の証券取引審議会報告書に盛り込まれた事項のうち、いわゆる社債法に関する事項である社債の発行限度規制と受託制度の在り方については、法制審議会商法部会の下に設置された社債法小委員会等において、社債法の全面改正の一環として審議が行われた。社債法制については、商法、担保附社債信託法、証券取引法等の関係法規間の調整が不十分であることや、法制上の不備が国内の社債発行市場の空洞化の一因であるといった問題点が指摘されており¹¹⁾、その全面的な見直しが必要となっていた。社債法の全面改正は、大小会社の区分を中心とした商法と有限会社法の改正と併せて、平成2年の通常国会に提出する方向で検討が進められたが、最終

的には、社債法に関する事項の全範囲を一度に改正することは見送られ、特に緊急改正の必要性が高い社債発行限度規制の改正をまず行うこととされた¹²⁾。

社債発行限度規制の緩和等を盛り込んだ「商法等の一部を改正する法律案」は平成2年の通常国会に提出され、同年6月22日に可決、同法律は成立した。この改正により、社債発行限度規制は、①資本及び準備金の総額又は会社に現存する純資産額のいずれか低い方を社債発行限度とするという二重の制約が純資産額のみによる制限に改められ（商法第297条の改正。）、②社債発行限度暫定措置法（昭和52年法律第49号）によって商法基準の2倍まで発行することができる社債の種類（担保付社債、転換社債及び外国で募集する社債）に新たに新株引受権付社債が加えられた（社債発行限度暫定措置法第1条の改正。）。改正法の施行日は公布の日（平成2年6月29日）から起算して1年を超えない範囲内で政令で定める日と規定され、改正法は平成3年4月1日に施行された。

法制審議会商法部会社債法小委員会は、平成3年1月以降、社債発行限度と受託会社制度とを中心に集中的に審議を行い、同年6月21日、法務省民事局参事官室は、同小委員会におけるそれまでの審議状況を中間的に取りまとめ公表した。その内容は、社債発行限度規制は撤廃する（商法第297条は削除。）、受託会社制度等については、受託会社の機能は発行後の社債管理であると明確化したうえで、その設置を無担保社債にも原則として義務付ける等であった。その後、同年9月に同小委員会における審議が再開され、平成5年2月に社債法改正の要綱が取りまとめられた（第2章第3節2(1)参照）。

（3）普通社債等発行市場に関するその他の見直し

社債発行の適債基準や社債発行限度規制といった社債発行の可否に関する諸規制・諸慣行の見直しに加えて、社債の発行条件（金利等）の決定方式についても、国債の発行条件等を参考に画一的に決定する方式から、発行企業と引受証券会社との間の個別交渉で決定する方式（プロポーザル方式）へと見直しがなされた。プロポーザル方式は、昭和62年5月のNTT債の発行を皮切りに順次適用対象が拡大され、昭和63年4月からは一般事業債の全銘柄に適用されるようになった。プロポーザル方式により、発行条件に市場の実勢が反映される仕組みとなったが、一方で、引受けの主幹事証券会社となるための競争が激化し、発行会社に著しく有利な発行条件が設定されるようなケースも見られた¹³⁾。こうした中、平成3年12月に、普通社債について、募集期間中の販売価格を発行価格に固定すること等を内容とする「固定価格販売制度」が導入された¹⁴⁾。

社債発行に係る諸手数料（受託手数料、引受手数料等）も順次引き下げられていった。とりわけ平成3年4月からの引下げ幅は大きく、1年程度の間諸手数料は概ね

30%程度引き下げられることとなった¹⁵⁾。

社債の商品性の多様化も徐々に進められ、平成3年6月には米州開発銀行が本邦市場初となる変動利付債を発行し¹⁶⁾、同年11月には中国国際信託投資公司も変動利付債を発行した¹⁷⁾。また、平成4年には、1月に四国電力により年限4年の普通社債が、3月には東京電力により年限3年の普通社債が発行される等、償還期間の多様化も進んだ¹⁸⁾。

(4) 国内CP市場の改善¹⁹⁾

CPについては、昭和61年12月の証券取引審議会報告書を契機に大蔵省証券局・銀行局間で検討が進められ、証券取引審議会及び金融制度調査会の了承を経て、昭和62年11月20日に国内CP市場が創設されるに至った。CPは「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の手段」²⁰⁾と位置付けられ、その法的性格は約束手形であり、金融機関と証券会社を取扱業者とする、とされた。創設当初は、期間は1か月以上6か月以内、発行適格企業は無担保普通社債発行適格企業(約200社)、原則バックアップライン設定が必要等とされていたが、1年後の見直し(昭和63年12月)により、発行期間の弾力化(2週間以上9か月以内へ)、CP格付の導入による発行適格企業の拡大(上位のCP格付取得企業(400～450社程度)にCP発行を認める)、バックアップライン設定義務付けの弾力化(バックアップライン設定要否等の判断の一部を格付機関に行わせる等)、ディスクロージャーの強化(CP格付、発行限度額等の開示)等が行われた。

その後もCPの見直しは概ね1年ごとに行われ、平成2年1月の見直しの際には、発行適格基準の緩和による発行適格企業の拡大(410社程度から530社程度へ)とともに、一部の企業について一定の数値基準等を満たせば発行可能とされていた旧基準を廃止し、一定以上のCP格付の取得をCP発行の要件とすることとされた(発行適格基準の格付基準への一本化)。また、バックアップライン設定の弾力化(設定の判断を全面的に格付機関の判断に委ねる)、一定の条件の下での証券会社のCP発行解禁、CPの投資信託への組入れ比率の拡大・弾力化等も行われることとされた。これらの改善措置は同年2月15日に実施されたが、準備期間を考慮し、証券会社のCP発行解禁は同年4月2日から、発行適格基準の格付基準への一本化は同年10月1日から実施された。なお、平成2年度税制改正では、CPに対する印紙税の税率軽減措置が講じられ、手形金額の区分に応じた階級定額税率から一通につき5000円の定額税率に変更された。

翌年の平成3年3月の見直しの際には、居住者国内CP、非居住者国内CPの発行適格基準について、A-2格相当の場合に求められていた一定規模以上の純資産額の要件が撤廃された。既に平成2年11月に無担保社債適債基準における格付基準について同様の見直しがなされており、CPについても同様の措置がとられたものであった。

(5) 円建て外債・外貨建て外債²¹⁾

円建て外債（外国債券）は、昭和63年10月に社債発行開示手続に参照方式及び発行登録制度が導入され機動的な発行が可能となったこと等を背景に、平成元年度の発行額は1兆5億円（昭和63年度の6550億円から52.7%増）、平成2年度は1兆3580億円（前年度比35.7%増）と、大幅に増加した。平成3年度の発行額は7110億円（前年度比47.6%減）と大幅な減少となったが、平成4年度には1兆5690億円（前年度比110.7%増）と当時の過去最高額を記録した。なお、平成3年6月には米州開発銀行により日本の市場で初めての変動利付債が発行され、また、同年11月にも、中国国際信託投資会社により変動利付債が発行された。

外貨建て外債については、平成元年4月より、普通社債の発行に加えて転換社債の発行も可能となり、同年8月にザ・ペニンシュラー・アンド・オリエンタル・ステイム・ナビゲーション・カンパニー（P&O）が初の外貨建て転換社債の発行を行った。しかし、外貨建て債券に対する投資家のニーズが少ないこともあって、平成2年度から平成4年度まで3年連続で外貨建て外債は発行されなかった。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 昭和62年版』。『大蔵省証券局年報 昭和63年版』。『大蔵省証券局年報 平成元年版』。『大蔵省証券局年報 平成2年版』。『大蔵省証券局年報 平成3年版』等。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』11ページ。
- 3) 証券取引審議会報告書「社債発行市場の在り方について」（昭和61年12月12日）（『大蔵省証券局年報 昭和62年版』83-102ページ）。
- 4) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』10ページ。
- 5) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』14ページ。
- 6) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』11ページ。
- 7) 格付についての懇談会「格付の一層の定着に向けて（3年12月報告）」（平成3年12月13日）（『月刊 資本市場』平成4年1月号 136-139ページ）。
- 8) 「証券会社の自己資本規制に関する省令」（平成4年大蔵省令第67号）。
- 9) 株式会社日本公社債研究所、株式会社日本インベスターズサービス、株式会社日本格付研究所、ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク、スタンダード・アンド・プアーズ・コーポレーション及びフィッチ・インベスターズ・サービス・インクの6機関。
- 10) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』12-13ページ。
- 11) 「社債法改正の方向〔上〕—発行限度と受託会社について—」『旬刊 商事法務』昭和63年4月5日号 2-12ページ。
- 12) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』56-57ページ。
- 13) 平成2年12月以降、異常に低い利回りでの電力債発行が相次いだことから、大蔵省は、平成3年4月に、証券会社に対する予防的監督命令を定めた証券取引法第54条に基づき主要引受証券会社6社を厳重注意した（『月刊 資本市場』平成3年5月号 16ページ、39ページ）。

- 14) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』11-12ページ。
- 15) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』11ページ。
- 16) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』11ページ。
- 17) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』11ページ。
- 18) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』11ページ。
- 19) 『大蔵省証券局年報 昭和63年版』68-69ページ。『大蔵省証券局年報 平成元年版』66ページ。『大蔵省証券局年報 平成2年版』57-60ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』11ページ、14ページ。
- 20) 『大蔵省証券局年報 昭和63年版』69ページ。
- 21) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』6-7ページ、11ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』7ページ、11ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』7ページ、11ページ。『大蔵省証券局年報 平成5年版』6-7ページ。

2 株式等発行市場の整備・改善

(1) エクイティ・ファイナンスの停止と再開に向けた動き

日本のエクイティ・ファイナンスは、昭和62年度以降急増し、特に平成元年度は、株式相場が上昇基調を続ける中でエクイティ・ファイナンスは大幅に増加し、ファイナンスを行う企業の裾野も広がりを見せた¹⁾。株式市況が活況を呈する中、平成元年度中にとられたエクイティ・ファイナンスに関する施策としては、株式公開前の第三者割当増資の規制強化（平成元年4月実施、本章第3節2参照）、第三者割当増資における発行価額の適正化（平成元年8月実施、本節2（3）参照）等、エクイティ・ファイナンスや株式公開における公平性・公正性を確保する観点からのルール整備が顕著であった。また、エクイティ・ファイナンスを行う企業の株主への利益還元（企業の配当政策）の在り方も課題となり、平成元年5月には、証券会社が企業の時価発行増資を引き受ける際の自主ルールの一つである、企業の配当政策に関するルール（利益配分ルール）についての見直しも行われた（本節2（2）参照）。さらに、平成元年9月から審議が開始された証券取引審議会基本問題研究会第2部会において引受手数料の引下げについて議論がなされたことを背景として、証券会社が、平成2年初頭以降に発行される株式・転換社債・新株引受権付社債の引受手数料の引下げに踏み切る動きも見られた。

平成2年に入ると株式市況は悪化に転じた。年初からの株式相場の下落を背景に、同年3月後半以降、ほとんどの発行体がエクイティ・ファイナンスを見合わせ、エクイティものの発行市場は閉鎖状態となった。転換社債・新株引受権付社債については株式市場の回復基調を背景に同年7月に発行が再開されたが、公募増資の再開は持ち越された。エクイティ・ファイナンスの発行決議があった後に中止・延期がなされた件数は、山之内製薬がフランス・フラン建て新株引受権付社債の発行中止を決議した

平成2年2月27日から再開宣言のあった6月8日までの間に、公募増資が合計26銘柄、転換社債は3社・4銘柄、スイス・フラン建て転換社債が1銘柄、フランス・フラン建て新株引受権付社債が1銘柄であった²⁾。

転換社債・新株引受権付社債の発行が再開された平成2年7月以降、株式相場はさらに下落した。不安定な相場環境の下、転換社債・新株引受権付社債の発行は低調で、公募増資は再開されないまま平成3年を迎えた。平成3年夏以降は一連の証券不祥事もあって株式相場は一層下落し、こうした株式市況の下で同年11月に行われた大型の公募増資を伴う株式公開（上場）案件で公募価格割れが起こると、株式の新規公開（上場・店頭登録）も停止する事態となった³⁾。こうした中、同年末に、証券不祥事への対応として行われた自主規制機関ルールの整備の一環として株式公開ルールの見直しが行われ（本章第3節2参照）、新ルールの下、平成4年5月に店頭市場において株式公開が再開された。また、平成3年末の自主規制機関ルールの整備の際には、時価発行公募増資の公募株式等の配分について、広く公平な消化を促進する等の観点から一投資者当たりの配分に上限が設けられることとなった（平成4年1月1日実施⁴⁾）。すなわち、日本証券業協会において「時価発行株式等の引受・募集の取扱い等に係る指針の制定について」⁴⁾が理事会決議され、制定された指針において、一投資者当たりの配分は、株式は1万株、転換社債は額面2000万円、新株引受権証券は100単位の範囲内とすることを基本に、発行額の規模、市況、投資家の属性等によって調整を加えることとされた。例えば、機関投資家の場合には、発行額の規模や市況に応じて、基本となる基準の最大30倍まで（株式は30万株、転換社債は額面6億円、新株引受権証券は3000単位）が認められた。

株式相場の下落に対しては、昭和62年以降急増したエクイティ・ファイナンスが株式等の供給の増加をもたらし、株式市場における需給の圧迫要因となっているとの指摘があった⁵⁾。このような過去のエクイティ・ファイナンスについては、その過程において引受証券会社によるチェックが必ずしも十分でなかった、また、発行会社側はエクイティ・ファイナンスを低コストの資金調達手段であると考え、株主への利益還元が十分に行われなかった、といった問題も指摘されていた⁶⁾。公募増資の再開には、エクイティ・ファイナンスの在り方を改善し、マーケット・メカニズムが十分に機能するような環境整備を図ることが重要と考えられ、かかる観点から、証券会社の引受業務に関するルールの整備（平成4年5月13日制定。同年7月1日から適用。）と、株主への利益還元を促す新しい利益配分ルールの整備（平成4年3月24日制定。同年4月1日から適用。本節2（2）参照。）が行われた⁷⁾。

前者の証券会社の引受業務に関するルールについては、従来、引受証券会社の自主ルールとして定められていたが、ルールの位置付けの明確化等の観点から、日本証券業協会の規則として制定する方向で、従来の自主ルールの内容について全面的な見直

しが行われた⁸⁾。こうして平成4年5月13日に制定された「有価証券の引受けに関する規則」(公正慣習規則第14号)⁹⁾は、引受証券会社の自主的な判断と責任の下に引受けが行われるべきであるという基本的な考え方の下、適正な引受業務の確保と投資者保護の観点から必要なものについて協会規則化したものとなった。新ルールでは、引受の審査項目として財務状態・営業成績、過去に発行された株式等の状況、調達資金の使途、利益配分状況等が掲げられた。このうち過去に発行された株式等の状況については、前回公募増資が当該発行会社に起因する要因で発行価格割れを起こしている場合には前回公募増資から相当の期間を置く¹⁰⁾旨が定められた。また、利益配分状況については、日本証券業協会が別途定めた「利益配分ルール」(本節2(2)参照)を遵守しなければならないとされた。さらに、公募増資株式等の配分の公平性確保のため、公募株式等の配分上限に関するルール(前述)の遵守が規定されたほか、いわゆる親引け(発行会社の指定する販売先への売付け)の原則禁止に係る従来のルールが引き継がれた。新ルールでは、全体として引受証券会社の自主的な判断が重視され、従来のような一律的な基準は(規則の本則中には)設けられなかったものの、当分の間の措置として、規則の付則において①発行会社の財務状態・営業成績については、直前事業年度の1株当たりの配当金額が5円以上、税引後経常利益が10円以上、②株式等の発行数量・発行額については、1年間に発行済株式数の15%(時価発行転換社債及び新株引受権付社債については20%)以下、という目安が設けられた。新ルールは同年7月1日に施行された。

(2) 利益配分ルールの見直し¹¹⁾

「利益配分ルール」は、引受証券会社が時価発行公募増資等のエクイティ・ファイナンスの引受けを行うに際して、その基本的姿勢を明らかにしたルールのうち、企業の配当政策に関するルールである。それは、日本において額面割当増資に代わって時価発行増資が本格的に導入された昭和40年代後半に導入され、時価ファイナンスにふさわしい配当慣行を確立する観点から、数回にわたる改定を経て引受証券会社の自主ルールとして定着してきた。

「利益配分ルール」は、昭和61年4月の見直しの際に、それまで併用されてきたいわゆる「プレミアム還元」の考え方¹²⁾が払拭され、ファイナンス後一定期間の配当性向の公約とその遵守を企業に要請することにより株主に対する利益配分の増加を促進するという「配当性向主義」への一本化が図られた(当該ルールは昭和61年6月から適用された。)

その後、ルールの一層の弾力化・簡素化の要請が高まり、平成元年5月に、配当政策に関する企業の自主性の尊重、ルール的大幅な簡素化と透明性の向上、配当性向主義の徹底といった基本的な考え方に基づき、ルールの見直しが行われた。具体的な内

容は、基準配当性向（ファイナンスの際に公約した配当性向）の最低水準（25%）の廃止、基準配当性向は維持したものの利益配分の増加がなかった場合のペナルティの廃止、公約維持期間の短縮（ファイナンス後3決算期間から2決算期間へ）、各期基準配当性向の80%以上・3期平均で90%以上を維持する方式から各期100%を遵守する方式への変更等であった。

しかし、企業の自主性の尊重というルール改正の趣旨に反して、企業の配当性向は一段と低下し、平成元年度の配当性向は27.6%¹³⁾と過去最低水準となった。平成2年で降株価が下落傾向となり、同年10月1日には一時2万円を割り込む水準にまで急落する状況の中で、株式投資魅力の向上等の観点から配当性向の改善が求められるようになった¹⁴⁾。また、東京証券取引所や日本証券業協会からは、個人株主増大策の一環として配当政策の見直しが提言された¹⁵⁾。このように、企業の配当政策に対する関心は様々な観点から高まりを見せた。

こうした中、昭和61年4月の見直しの際に5年後にルールの存廃を含めて再検討するとされていたこともあり、平成3年11月から、大蔵省証券局の要請を受けて、日本証券業協会を事務局とした「利益配分ルール懇談会」（発行会社、引受証券会社、機関投資家、学識経験者等で構成。）が開かれ、配当の実質的増加を促す観点からルールの見直しが検討された。日本証券業協会が事務局となった理由は、証券不祥事を受けてなされた臨時行政改革推進審議会（第3次行革審）の答申¹⁶⁾などにおいて通達や自主ルールの法令化ないし自主規制機関規則化が謳われていたこともあり、利益配分ルールを従来どおり引受証券会社の自主ルールとするのではなく、証券業協会の規則とすることが適当であると考えられたためであった。「利益配分ルール懇談会」が平成4年3月3日に取りまとめた報告書「利益配分ルール」の在り方については、企業の自主性を尊重する方向でルールを弾力化してきたことが配当性向等の一段の低下を招いたと指摘したうえで、引き続き、配当性向の公約を基本としつつ、配当性向水準の引上げ等を通じ実質的に利益配分の増加が図られるような方策を講じることが必要であり、その際、企業の実態に応じてある程度弾力的な対応を図ることが適当と考えられる、との基本的考え方が示された。具体策としては、公約維持期間の延長（2決算期間から3決算期間へ）、公約する配当性向が上場企業の配当性向の平均的水準以上となるよう発行企業に要請（ただし収益性の高い企業等については配当性向のほかに「補足的な尺度」として株主資本利益率や株主資本配当率といった「客観的な数値基準」を用いることが考えられるとされた。）、配当政策の開示の充実（ファイナンスの際の記者発表文等に配当政策の考え方を記載等）、等が掲げられた。また、5年程度後に廃止を含めてルールを再検討し、それまでの間も適宜見直しを行う、とされた。

この報告を受けて、日本証券業協会は、利益配分ルールに関する規則¹⁷⁾を制定し、平成4年4月1日から適用した。公約配当性向の水準については、原則として発行企

業に対して30%以上を要請するが、収益性の高い企業に配慮する観点から、株主資本利益率が8%超の企業については株主資本配当率が2.4%以上¹⁸⁾となる配当性向を公約することが要請された。公約維持期間はファイナンス後3決算期間へ延長され、3期平均で公約水準を維持するよう要請することとなった。1株当たり配当金が20%以上増加した期は、(配当性向が公約を下回っていたとしても)公約を遵守したものとして取り扱われるとのいわゆる「頭打ちルール」は引き続き設けられたが、これは公平性確保のため配当性向が10%以上の企業に限定され、さらに、配当性向の実績により適用に差が設けられた。配当政策の情報開示については、ファイナンスの際に配当政策についての基本的な考え方を公表するよう要請するとともに、発行会社及び日本証券業協会において公約の遵守状況を定期的に公表することとされた。

(3) 第三者割当増資における発行価額に係る見直し¹⁹⁾

第三者割当増資については、昭和48年の証券業界の自主ルール(「第三者割当増資に対する統一見解」)において、企業再建、企業提携等の極めて特殊な事情により採用されるものであり、これを行う場合の発行価額は「時価に近い価格」で決定されるべきとされていたが、「時価に近い価格」の意義、基準等が定められていなかった。こうした中で、平成元年7月に東京地方裁判所が株式会社忠実屋と株式会社いなげやの互いを割当先とする第三者割当増資の差止め仮処分を決定したことを契機として、同年8月に証券業界の自主ルールが改定され、第三者割当増資の発行価額について、「時価に近い価格」の明確化が図られた。

具体的には、上場企業の時価発行増資全般に関する証券業界の自主ルール(「時価発行増資に関する考え方」)のうち、第三者割当増資と次の時価発行増資までのインターバルを定めた部分が改定された。従来のルールは、企業再建、業務提携等の極めて特殊な事情によらない第三者割当増資(例えば資金調達を目的とした第三者割当増資)を行った場合には、次の時価発行増資まで2年以上のインターバルを置くとされており、第三者割当増資をその目的面から規制するものであった。一方、ここでの見直しは、第三者割当増資を価格面から規制するものであり、第三者割当増資の発行価額に一定の基準²⁰⁾を設け、それを下回る発行価額で第三者割当増資を行った会社については、次の時価発行増資までのインターバルを2年以上(企業再建、企業提携等を目的としない場合には3年以上)置くとされた。上場企業に係るこの新ルールは平成元年8月8日から適用された。また、店頭登録会社についても同様の趣旨から証券業界の自主ルールが改正・制定²¹⁾され、同年8月16日から適用された。

(4) 転換社債及び新株引受権付社債の発行市場に係る改善²²⁾

平成元年4月当時、転換社債については国内株式市場の活況等を背景に国内での発

行が旺盛であったが、新株引受権付社債については昭和62年3月以来国内での発行が皆無という状況にあった。そこで、証券業界において、新株引受権付社債の国内発行市場を活性化するため、平成元年4月、クーポンレート決定方式の弾力化と、ワラント（新株引受権）とエクスワラント（社債部分）の分離販売方式の導入を内容とする改善策が講じられ、同年6月に、ダイエーが昭和62年3月以来となる国内での新株引受権付社債の発行を行った。転換社債についても、平成元年5月発行の一部銘柄の転換価格について、発行体の要望により当時の一般的な水準よりも高いアップ率（転換価格が基準日の株式終値を上回る割合）が設定されるなど、発行条件決定方式の自由化のワン・ステップと評価し得る例が見られた。さらに、平成2年初頭以降に発行される銘柄について証券会社の引受手数料の引下げが行われた。平成元年度は、転換社債、新株引受権付社債ともに当時過去最高額となる発行額を記録した。

しかしながら、平成2年の年初からの株式相場の下落を背景に、同年3月後半以降はほとんどの発行体がエクイティ・ファイナンスを見合わせ、エクイティものの発行市場は閉鎖状態となった。転換社債・新株引受権付社債については、その利率決定時期が早く、マーケットの急変に機動的に対応できなかったことへの対応策として、引受証券会社は、同年6月に、利率決定時期を従来と比べて約1週間遅い、有価証券届出書の効力発生日の前々日とする方法を採用した²³⁾。転換社債・新株引受権付社債の発行は株式相場の回復基調を背景に同年7月に再開されたが、不安定な相場環境²⁴⁾の中でそれらの発行は低調であった²⁵⁾。

平成3年度の国内転換社債・新株引受権付社債の発行は前年度より増加したが、これは、株式相場の低迷に伴う国外市場での日系銘柄の人気の低下を背景とする発行条件の悪化から国内市場にシフトしたという面があり、国内のエクイティ・ファイナンスは引き続き低迷している状況にあった。こうした中、平成4年1月にセガ・エンタープライゼスが国内転換社債市場において割引転換社債を発行し、同年3月には山之内製薬が割引転換社債と期中償還請求権付転換社債とを同時に発行するなど、投資家の投資意欲が低下している状況で、発行会社、投資家双方のニーズに応えられるよう考えられたスキームの商品を発行する動きが見られた。また、転換社債・新株引受権付社債の発行条件の決定方式に関して、同年4月に、投資家からの仮需要をもとに発行条件を決定する「ブック・ビルディング方式」が導入された。

〔注〕

1) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』14ページ。

平成元年7月から8月にかけて、店頭登録会社が公募増資を行う際のルール（引受証券会社の自主ルール）が見直され、店頭登録会社による公募増資の回数制限の撤廃、公募株式数の限度枠の拡大等、店頭市場における公募増資の規制緩和措置が講じられ、同年7月

1日発行決議分から適用された（「株式会社店頭市場における公募増資に関する考え方」（平成元年7月1日）及び「株式会社店頭市場における公募増資に関する考え方」の運用指針について」（平成元年8月16日）（『旬刊 商事法務』平成元年9月15日号 52-54ページ）。この見直しは、昭和63年12月の証券取引審議会報告書「株式公開制度の在り方について」を受けて平成元年2月に日本証券業協会が取りまとめた「株式会社店頭市場の改善策要綱」において、株式公開制度等の改善と併せて株式会社店頭市場の活性化についても提言がなされたことを踏まえて行われたものであった。

- 2) 『旬刊 商事法務』平成2年7月25日号 54ページ。
- 3) 『月刊 資本市場』平成4年1月号 52-53ページ。
- 4) 「時価発行株式等の引受・募集の取扱い等に係る指針の制定について」（理事会決議）の制定について『証券業報』平成4年2月増刊号 37-43ページ。
- 5) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』12ページ。
- 6) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』20ページ。
- 7) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』16ページ。
- 8) 引受業務に関するルールの見直しについては、「有価証券の引受けに関する規則について」『証券業報』平成4年6月号 93-97ページ、及び小林敏治「有価証券の引受けに関する規則」の制定について『月刊 資本市場』平成4年7月号 88-94ページによる。
- 9) 日本証券業協会「有価証券の引受けに関する規則について」『証券業報』平成4年6月号 95-97ページ。
- 10) 従来の自主ルールにも同様の定めはあったが、見直し後の協会規則では、「相当の期間」等について従来設けられていたような画一的な基準は設けられなかった。
- 11) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』11-13ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』14-16ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』72-84ページ。利益配分ルール懇談会「利益配分ルール」の在り方について（平成4年3月3日）『大蔵省証券局年報 平成4年版』75-80ページ。
- 12) 時価発行に伴うプレミアム（発行価額と額面金額との差）を無償交付という形で株主に還元することにより、時間をかけて株主割当額面増資と同じ効果もたらされる、という考え方である（高橋允治「時価ファイナンスにおける利益配分ルールの改訂」『旬刊 商事法務』昭和61年7月5日号 26-34ページ）。
- 13) 全国証券取引所協議会「平成元年度配当状況調査」（平成2年9月21日）（『月刊 資本市場』平成2年10月号 113-114ページ）。
- 14) 平成2年10月19日の経済団体連合会・資本対策委員会において、大蔵省から配当性向の改善の要請がなされた（『月刊 資本市場』平成2年11月号 62-63ページ。『旬刊 商事法務』平成2年11月25日号 52-53ページ）。
- 15) 東京証券取引所・証券政策委員会「株式投資者層の拡大について一商法改正等への対応一」（平成2年11月19日）（『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』（平成12年、東京証券取引所）666-688ページ）、日本証券業協会・個人投資家の証券投資促進に関する研究会報告書「個人投資家の証券投資促進について一証券市場の現状認識と具体的方策一」（平成3年4月17日 理事会承認）（『証券業報』平成3年5月号 36-51ページ）。これらを踏まえ東京証券取引所及び日本証券業協会はそれぞれ、決算短信において配当政策の情報開示を求める（平成3年3月決算会社から適用。）等の取組みを実施した。
- 16) 臨時行政改革推進審議会「証券・金融の不正取引の基本的政策に関する答申」（平成3

年9月13日) (『ジュリスト』平成3年11月1日号 50-53ページ)。

- 17) 「引受けに際し協会員が遵守すべき発行会社の利益配分に関する事項について」(平成4年3月24日理事会決議)及び「引受けに際し協会員が遵守すべき発行会社の利益配分に関する事項について」(理事会決議)の取扱い要領(『証券業報』平成4年4月号 76-81ページ)。
- 18) 「配当性向 = 株主資本配当率 ÷ 株主資本利益率」、すなわち「株主資本配当率 = 配当性向 × 株主資本利益率」であるので、配当性向30% × 株主資本利益率8% = 株主資本配当率2.4%となる。
- 19) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』13ページ。
- 20) 当該第三者割当増資についての取締役会決議の直前日の終値又は直前日を最終日としこれより遡る6か月以内の任意の日を初日とする期間の終値平均に、0.9を乗じた価額。
- 21) 『旬刊 商事法務』平成元年9月15日号 52-54ページ。
- 22) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』10ページ、14-15ページ。『大蔵省証券局年報 平成2年版』6ページ、8ページ、13-15ページ、154-155ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』7ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』12ページ、15-16ページ。
- 23) なお、この間の平成2年4月から、転換社債に複数の格付の取得・公表が義務付けられた。
- 24) 平成2年10月1日には株価は一時2万円を割り込んだ(日経平均株価 平成2年10月1日安値19781.70円(終値20221.86円))(日本経済新聞社「日経平均プロフィール」ウェブ・ページ、ヒストリカルデータより)。
- 25) なお、平成2年11月1日に、大蔵省は普通社債、転換社債、新株引受権付社債の適債基準及び財務制限条項の見直しを公表した(本節1(1)参照)。

3 債券等流通市場の整備

(1) 公社債流通市場の整備

日本の公社債流通市場は、昭和62年度にはその売買高が5000兆円を超える規模へと拡大していたが、その内容を見ると、9割以上が国債の取引であり、その他の債券の売買高はわずかであった¹⁾。この背景には、国債が流動性の面で優れている一方で、その他の債券は、発行量が少なく流動性に欠け、また、市場実勢を的確に反映する価格情報の開示が不十分である等、流通面での課題が指摘されていた²⁾。

こうした状況に対して、円建て外債や事業債等について昭和61年に買受責任を伴う気配発表を行うマーケットメイク制度が導入³⁾され、さらに、昭和63年には、一般事業債についてマーケットメイク機能の強化と価格公示機能の改善が行われるなど、平成元年度に入るまでに一定の措置がとられてきた⁴⁾。

国債市場の整備については、大蔵省は昭和63年9月に10年債発行方式への部分的競争入札の導入をはじめとする「国債市場の整備等について」を公表し、その中で、国債流通市場の整備として、貸債券市場整備及びショートセール(空売り)について検

討を開始することを明らかにした。従来、債券ディーラーのショートセールは約定ショート⁵⁾を除き認められていなかったが、日本の公社債市場の拡大に伴い、債券ディーラーのディーラー機能やリスク管理能力の強化を図る観点から、空売りを解禁するとともに、それに伴って必要となる貸債券市場の整備を行うこととし、平成元年5月31日に取引が解禁されるに至った⁶⁾。

次に、転換社債、新株引受権付社債等の流通市場の整備に関する施策としては、以下のような措置が挙げられる。まず、店頭登録会社による公募転換社債（店頭転換社債）の流通市場の整備である。店頭転換社債については、昭和62年にその発行が解禁された際に、日本証券業協会において、マーケットメイカー制度の導入、指定銘柄の売買値段等の発表、投資勧誘等、店頭転換社債の流通市場の整備が行われていた⁷⁾が、平成元年12月には店頭転換社債等の売買値段等の発表がさらに拡充されることとなった⁸⁾。他方、証券取引所においても、上場転換社債等の取引量の拡大を踏まえ、売買取引の機械化をはじめとする流通市場の整備が行われた。東京証券取引所では、平成元年12月18日に債券売買システムが導入され、以後段階的に当該システムを用いた売買へ移行された⁹⁾ほか、外貨建て転換社債・円貨建て外国転換社債（本節1（5）参照）の流通市場が創設され、外貨建て転換社債については平成2年4月2日に、円貨建て外国転換社債については平成3年7月9日に初の上場が行われた¹⁰⁾。

平成3年に一連の証券不祥事が起こると、その対応として、同年秋の臨時国会において証券取引法が改正され、損失補てん等の禁止・罰則に係る規定等が設けられた（第3節6参照）。これを受け、日本証券業協会及び各証券取引所においても自主規制ルールの見直しが行われたが、当時の損失補てん等の手口に債券取引が多用されたことから、債券の流通市場に関するルールが大きく見直されることとなった。具体的には、債券の取引価格について、基準価格からの値幅制限が強化され、非上場債券の大口径取引（国債は額面1000万円以上、その他の債券は額面1000万円超）に対して値幅制限（原則として公募債は基準価格の上下2～3%以内、非公募債は上下4%以内）が導入されるとともに、上場債券の市場外売買の値幅制限についても取引所の立会時間中は上下1.5%以内へと強化された（その後、上下2%以内となった）。また、非上場債券の値幅制限の基準価格を算出する際のベースであり、投資家へ供する売買参考情報でもある店頭気配について、発表銘柄数と発表頻度が拡充された。すなわち、従前の店頭気配発表制度では、指標気配（30銘柄）については毎日発表、標準気配（270銘柄）については週1回の発表であったが、見直し後は、指標気配と標準気配が「基準気配」に一本化され、300銘柄程度について種別別、償還年限別、利率別に区分して、毎日、店頭気配の発表が行われることとなった。転換社債等については、店頭転換社債（及び店頭登録銘柄・管理銘柄）の売買は適正な価格で行わなければならない旨のルールが日本証券業協会の理事会決議として明文化されるとともに、上場転換社債・新株引

受権付社債（及び上場株式）について他市場クロス取引の規制の強化（主たる有価証券市場の直近値又は気配を基準として、気配の更新値幅の2分の1の範囲内の価格で売買する。）が行われた。このほか、外貨建てワラントの流通市場に関する規則の整備（本節3（2）参照）、外国債券の大口取引への値幅制限の導入、選択権付債券売買取引の選択権料の気配発表等のルールも整備された¹¹⁾。

債券流通市場の整備に関しては、社債等登録制度の改善も課題であった。昭和61年12月の証券取引審議会報告書では、社債の流動性の向上の見地から社債等登録制度について改善の必要がある旨の指摘がなされ、これを受け、昭和62年11月に「社債等登録制度研究会」（登録機関、証券会社、発行体、投資家等の実務家レベルで構成）が設けられ、昭和63年4月28日に、①登録済証の廃止、②個別記番号管理の廃止、③受寄者（証券会社、銀行等）名義登録制度の導入、等を内容とする社債等登録制度改革案が取りまとめられた。同研究会では、さらに、ワーキング・グループにおいて法令上・実務上の具体的問題について検討が行われ、平成元年6月14日に「社債等登録制度改革案の具体化について」が取りまとめられた。

（2）外国新株引受権証券の流通市場の整備

昭和61年1月に外貨建て新株引受権付社債の国内還流が解禁されたことを契機に、新株引受権証券（ワラント部分）の国内流通市場が急拡大した。しかし、短期間での急拡大であったことから、①投資者への価格情報が不足している、②顧客の投資経験、資力等に照らし、実情に即した投資勧誘が必要ではないかといった指摘がなされていたほか、中堅証券会社等からワラント流通市場への強い参入ニーズもあった。¹²⁾

こうした問題点等に対して、市場の透明性、価格形成の公正性の観点から、平成元年2月に外国新株引受権証券（外貨建てワラント）の業者間取引市場が整備された。また、同年4月には日本証券業協会において価格情報の提供と投資勧誘に当たって遵守すべきルール¹³⁾が定められ、同年5月1日から流通性の高い銘柄の店頭気配の発表が行われるようになった。¹⁴⁾

平成元年6月には、国外市場発行有価証券の50%超の国内販売を禁止する50%ルールが廃止されることとなった¹⁵⁾。こうした中、大蔵省は、外貨建てワラントの売買高や個人投資家のウェイトの急速な高まりを考慮すると、投資家保護の観点から一段の抜本的な改善が必要であると考え、証券業界に問題提起を行うなどした¹⁶⁾。これを踏まえて日本証券業協会等の関係者間で改善策を検討した結果、平成2年7月、日本証券業協会において外貨建てワラントの流通市場に係る規則¹⁷⁾の見直しが行われ、業者間取引については、①ユーロドル建てワラント¹⁸⁾の全銘柄について、原則として日本相互証券株式会社を通じて行う、②一定基準に該当する銘柄¹⁹⁾にマーケットメイカー制度を導入する、③業者間取引における取引価格等について情報媒体を通じて

リアルタイムで発表する、こととされた。また、店頭での顧客との取引については、業者間取引における取引価格等を基準に一定の値幅制限を設けることとされた。この市場整備は同年9月25日から実施に移された。

この間、国内還流された外貨建てワラントの国内売出しに係るディスクロージャーについても改善がなされた。国内還流された外貨建てワラントの国内販売は、それまでは公募（不特定多数の投資家に対する募集・売出し）によらない方法でなされていたが、公募による国内販売を模索する動きも見られるようになっていた。そこで、ユーロ市場での起債慣行や投資家層²⁰⁾といった実態面を考慮した売出し届出のスキームが検討され、平成2年2月以降、このスキームにのっとって有価証券届出書の提出が行われるようになった²¹⁾。

平成3年12月には、証券不祥事を受けて行われた自主規制機関規則の整備の一環として、外貨建てワラントの流通市場に係る日本証券業協会規則についても見直しがなされた²²⁾。具体的には、日本相互証券におけるユーロドル建てワラントの業者間取引の取引時間として新たに夕方のセッション²³⁾が設けられるとともに、取引時間外の顧客との店頭取引については原則として行わず外国有価証券市場に取り次ぐこととされた。また、マーケットメイク銘柄の拡大²⁴⁾がなされる一方で、マーケットメイク銘柄以外の外貨建てワラント²⁵⁾については原則として外国有価証券市場に取り次ぐこととされた。さらに、値幅制限の範囲内にあっても、顧客の損失を補てんする等の目的をもってその範囲を利用して顧客・第三者に対し財産上の利益を提供する行為（異常な取引）を行ってはならない旨が規則に明記された。

さらに、平成4年6月には、日本証券業協会において、外貨建てワラント市場の流動性向上の観点から、業者間取引における売り注文・買い注文のスプレッド及び呼値の見直し、並びに顧客との取引における値幅制限の見直しが決定²⁶⁾され、同年8月10日から実施された。

〔注〕

- 1) 昭和62年度の公社債の売買高は5316兆円、うち国債の売買高は5056兆円（シェア95.1%）であった（『大蔵省証券局年報 平成元年版』19ページ）。
- 2) 証券取引審議会報告書「社債発行市場の在り方について」（昭和61年12月12日）（『大蔵省証券局年報 昭和62年版』83-102ページ）。
- 3) 円建て外債については昭和61年6月に、政府保証債、地方債、事業債（電力債、NTT債）については昭和61年9月に実施された（『旬刊 商事法務』昭和63年1月5日号49ページ）。
- 4) 『旬刊 商事法務』昭和64年1月5日号29-30ページ。『大蔵省証券局年報 平成元年版』21-22ページ。

その後、平成3年4月には、公社債の店頭気配の発表を一層充実させる観点から、店頭

指標気配銘柄（毎日発表）の対象銘柄が24銘柄から30銘柄へ拡大された（「最近の証券市場」『証券業報』平成3年4月号8ページ）。

- 5) 約定ショートとは、約定日において既発行の債券を現物を有しないで売却を行い、受渡日以前に買戻しを行う売買のことであり、昭和62年に解禁された（昭和62年5月20日付大蔵省証券局業務課長事務連絡「債券の空売りの取扱いについて」（『証券業報』昭和62年6月号20-22ページ））。
- 6) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』23-24ページ。大蔵省証券局流通市場課長・業務課長事務連絡「債券の空売り及び貸借の取扱いについて」（平成元年5月12日）（『証券業報』平成元年6月号17-27ページ）。
- 7) 日本証券業協会「「店頭登録会社の発行する公募転換社債の売買、売買値段の発表等に関する要綱」について」『証券業報』昭和62年6月号23-25ページ。同「公正慣習規則第5号「店頭における転換社債の売買その他の取引、売買値段、気配の発表等に関する規則」及び同規則に関する細則の制定等について」『証券業報』昭和62年8月号9-26ページ。
- 8) 平成元年12月の措置は、同年2月に日本証券業協会が取りまとめた「株式会社店頭市場の改善策要綱」において店頭登録銘柄・管理銘柄の売買値段等の発表方法の改善（高値・安値・売買高に加えて午後3時現在の値段及び前日比較を発表等。）が掲げられたことを受けたものであり、店頭登録銘柄等に加えて店頭転換社債についても売買値段等の発表が拡充されることとなった（日本証券業協会「「店頭売買銘柄の登録及び値段の発表に関する規則」（公正慣習規則第2号）等の一部改正について」『証券業報』平成元年12月号18-22ページ）。
- 9) 転換社債については、上場額面総額上位50銘柄等の一部銘柄は引き続き債券売買立会場において売買された（東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』（平成12年、東京証券取引所）137-138ページ、144ページ）。
- 10) 東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』（平成12年、東京証券取引所）142ページ。
- 11) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』22-26ページ。『証券業報』平成4年2月増刊号。
- 12) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』22ページ。
- 13) 日本証券業協会「外国新株引受権証券の店頭気配発表及び投資勧誘について」（平成元年4月19日理事会決議）（『大蔵省証券局年報 平成元年版』22-23ページ）。
- 14) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』22ページ。
- 15) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』248ページ。
- 16) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』21ページ。
- 17) 日本証券業協会「外国新株引受権証券の売買、気配の発表等について」（平成2年7月18日理事会決議）（『証券業報』平成2年8月号20-22ページ）。『大蔵省証券局年報 平成3年版』24ページ。
- 18) 本邦企業がユーロ市場において発行したドル建て新株引受権付社債のうちのワラント部分。
- 19) 発行額2億ドル以上（引受主幹事証券会社の場合は1.5億ドル以上）、残存期間2年以上、行使率50%以上、価格50ポイント以下のすべてを満たすもの。
- 20) 平成元年4月に日本証券業協会が定めた投資勧誘ルールにより、外貨建てワラントの取引資格は相当の投資経験等のある者に限られていた。
- 21) 例えば、通常は、発行決議と同時期に提出される当初届出書（価格等の売出し条件が未定。）の訂正届出書（売出し条件が記載される。）の効力発生期間として中1日を置いてい

るが、ユーロドル・ワラントについては丸1日の待機時間（届出書縦覧期間）が置かれれば効力発生を認めることとされた。なお、ユーロドル・ワラントの国内販売に係る売出し届出の詳細については、「還流」ドル・ワラントの売出し届出について『旬刊 商事法務』平成2年6月5日号13-18ページに詳述されている。

- 22) 見直しの具体的な内容についての記述は、『大蔵省証券局年報 平成4年版』22ページ、「自主規制の整備について」（日本証券業協会理事会決議）『月刊 資本市場』平成4年1月号128-134ページ、及び日本証券業協会「外国新株引受権証券の売買、気配の発表等について」（平成2.7.18理事会決議）の一部改正について『証券業報』平成4年2月増刊号73-86ページによる。
- 23) これまでの9時15分～11時05分、12時45分～15時15分の取引時間に加え、16時15分～16時45分が新設された。
- 24) マーケットメイク銘柄の選定基準の一つである発行額基準は「2億ドル以上」から「1億ドル以上」に引き下げられた（『大蔵省証券局年報 平成4年版』22ページ）。
- 25) マーケットメイク銘柄以外のドル建てワラントの取引及びドル建て以外の外貨建てワラントの取引。
- 26) 平成4年6月26日の理事会において、理事会決議「外国新株引受権証券の売買、気配の発表等について」の一部改正が決定された（日本証券業協会「外国新株引受権証券の売買、気配の発表等について」（理事会決議）の一部改正について『証券業報』平成4年7月号119-122ページ）。

4 証券先物・オプション市場の整備と現物市場との協調

（1）証券先物・オプション市場の整備

日本では、昭和60年10月に東京証券取引所において長期国債を対象にした債券先物市場が創設され、それらはその後順調な発展を見せていた。また、昭和62年6月には大阪証券取引所において株式の先物取引（取引所が選定した現物50銘柄の株券の集合体（パッケージ）を取引対象とするもの）も開始された。しかしこの間、機関投資家等を中心とするリスク管理のニーズの高まり、諸外国における証券先物・オプション取引の導入など、内外市場の情勢は大きく変化していた。こうした状況を踏まえ、昭和61年12月に証券取引審議会に証券先物特別部会が設置され、同特別部会において株価指数先物取引等の導入について精力的な審議が行われた。そして、昭和62年5月20日の証券取引審議会総会において「証券先物市場の整備について」が報告・了承され、報告書が大蔵大臣に提出された。同報告書では、株価指数先物取引や証券オプション取引を早期に導入することにより、我が国証券先物市場の一層の整備を図ることが必要である、その導入に当たっては、取引の公正確保と投資者保護、現物市場との統合的な管理・運用が重要であり、このため、証券取引法について所要の手当を行うとともに、証券取引所等において取引の具体的な仕組みの準備を早期に進めることが重要である旨が提言された¹⁾。

この提言を踏まえて、昭和63年3月、「証券取引法の一部を改正する法律案」が閣議決定を経て、国会に提出され、同年5月25日に可決され、同法は成立した²⁾。同法のうち証券先物市場の整備に関する改正内容は次のとおりである。まず、新たに有価証券指数等先物取引、有価証券オプション取引、外国市場証券先物取引を導入し、取引は証券取引所において行うとともに、有価証券の売買取引に係る投資家保護の規定を適用するとした³⁾。また、国債証券等に係る有価証券指数等先物取引等については金融機関の参加を認めることとした。これらの改正は同年8月23日に施行され、翌月の9月3日には、東京証券取引所及び大阪証券取引所において株価指数先物取引（東証株価指数（TOPIX: Tokyo Stock Price Index）先物取引、日経平均株価先物取引（日経225））が開始された。これらが順調にスタートすると、次に東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所において株価指数オプション取引の導入に向けた検討が本格化していった⁴⁾。翌年の平成元年6月12日、大阪証券取引所が日経平均株価オプション取引を開始し、同年11月17日には名古屋証券取引所が株価指数オプション取引（オプション25）を、同月20日には東京証券取引所が東証株価指数（TOPIX）オプション取引を開始した。この間の平成元年4月には、日本の証券市場で初めてのオプション取引である選択権付債券売買取引（いわゆる債券店頭オプション取引）が開始された⁵⁾。さらに、東京証券取引所においては、平成元年12月1日に米国財務省証券（T-Bond: Treasury bond）先物取引⁶⁾が、平成2年5月11日に長期国債先物オプション取引⁷⁾が開始されるなど、順調に市場整備が進んでいった。

当該改正では、外国市場における類似の取引（外国市場有価証券先物取引）の取次ぎ業務も証券業として位置付けられた。これを受け、大蔵省は、平成元年6月30日に海外証券先物取引の取次ぎ業務を銀行・証券会社など176社に対し認可した⁸⁾。また、当該改正により銀行等の金融機関が公共債（国債等）と外国国債に係る指数等先物取引やオプション取引を行うことが可能となったことを受け、大蔵省は、平成元年5月、これらの取引を行う金融機関の行為規制を定めた（「銀行等の証券業務に関する省令の一部を改正する省令」（平成元年大蔵省令第47号）及び関係通達を公布・示達した。）うえで、同月末付で82の金融機関に対し債券先物取引の取次ぎ業務を認可した⁹⁾。

この間、平成元年3月に金融先物取引法が施行された。同年4月には東京金融先物取引所が設立され、同年6月30日から取引が開始された¹⁰⁾。

（2）株式等流通市場の動向と現物・先物市場の整合的管理・運営¹¹⁾

平成元年度の株式市況は、前年度からの上昇基調を継続する形で始まった。途中、公定歩合の引上げや円安進行等により調整局面に入ることはあったものの、平成元年中は基調としては上昇を続け、12月29日には日経平均株価が3万8915.87円と史上最高値を更新した。ところが年明けの平成2年1月以降、株価は一転して急落し、平成

2年4月初めには年初来最安値（2万8002.07円）を記録した。

平成2年に入ってからの株式相場下落の背景には、前年末にかけての株式相場上昇の調整、金利上昇・円安等外部環境の先行き不透明感といった要因もあったが、現物株と株価指数先物取引との裁定取引が現物株の相場の乱高下の一因となっているとの指摘¹²⁾もあった。昭和63年9月の株価指数先物取引の開始以来、株価指数の現物と先物との価格差を利用した裁定取引が一部の外資系証券会社を中心に拡大していた。平成元年末には、先物売り・現物買いのポジションがとられる向きがあったが、年明け以降は一斉に反対売買（先物買い・現物売り）が実施されたことに加えて裁定取引の状況が開示されていなかったこともあって、裁定取引の解消に伴う現物株の売りに対する不安感が高まったことも株価軟調につながった。こうした状況に対し東京証券取引所は、平成2年4月26日から裁定取引に係る現物株式売買高及び現物株式ポジションを毎週公表することとした¹³⁾。

平成2年4月の年初来最安値以降株価は一旦反発したものの、市況は7月半ばから再び軟調な展開となり、イラク軍のクウェート侵攻が伝えられた（8月2日）後に一段と軟化し、7月半ばから8月下旬までの1か月あまりの間に株価は1万円近く急落した。現物市場の取引高減少と先物市場の取引高増加の結果、先物市場が現物市場の数倍近い規模となり、先物市場が現物市場に与える影響についての懸念が高まった。こうした状況にかんがみ、東京証券取引所、大阪証券取引所及び名古屋証券取引所の3取引所は、8月23日に、株価指数先物・オプション取引の委託証拠金率等の引上げ、並びに現物市場及び先物・オプション市場における売買管理の強化を発表し、翌日から実施した¹⁴⁾。

こうした措置により株価は一時反発したものの、中東情勢の混迷等により株価は一段と下落し、平成2年10月1日には一時2万円を割り込んだ。大蔵省は同日、①信用取引の委託保証金の代用有価証券担保掛目の引上げ（70%から80%へ）に関する特例省令の制定、②株価指数先物・オプション取引の取引時間の短縮、等の措置を公表した。これを受け、翌10月2日から3取引所において取引時間の短縮が実施された。また、10月5日には上記特例省令（「証券取引法第49条に規定する取引及びその保証金に関する省令の特例に関する省令」（平成2年大蔵省令第35号））が公布・施行され、これを受けて各取引所において代用有価証券の担保掛目の引上げ（70%から80%へ）が実施された。

これらの対策の後、株価は上昇したが、平成2年末以降、現物・先物市場の不均衡が再び拡大したため、3取引所は、平成3年1月31日、6月27日及び12月18日にも株価指数先物・オプション取引の委託証拠金率等の引上げを実施した。また、裁定取引の状況の日々の公表（通常は週1回の公表）の実施、裁定取引を多く行っている証券会社名の公表など、裁定取引に係る情報開示が強化¹⁵⁾された。さらに、東京証券取

引所では、「現先一体管理」の一環としてプログラム売買¹⁶⁾の状況についての報告徴求（2月25日取引分より）と週1回の公表（4月第1週取引分より）も実施された。

しかし、現物・先物市場の不均衡は解消しなかったことから、平成3年末から平成4年初めにかけて、東京証券取引所と大阪証券取引所は相次いで先物取引の在り方を抜本的に見直す方針を表明¹⁷⁾するとともに、大阪証券取引所¹⁸⁾は平成4年2月5日に、①ディスクロージャーの強化¹⁹⁾、②オプション取引の権利行使に係る制度の改善²⁰⁾、③立会時間の短縮を内容とする先物・オプション取引制度の見直しに係る緊急措置を発表した²¹⁾。さらに、3月23日には、3取引所において先物・オプション取引の委託手数料が2倍に引き上げられた。

この間の平成4年3月16日には株価は約5年ぶりに2万円を割り込むなど下落傾向が続き、証券市場の活性化に対する関心が高まっていた。こうした状況の下、3月31日に策定された「緊急経済対策」には、「資金調達環境の整備」策の一環として配当政策の見直しの要請、大口投資家向け投資信託の設定の推進、自社株保有規制の在り方の検討が盛り込まれた。「緊急経済対策」の公表後、株価は一時持ち直したものの再び軟調な展開となり、平成4年7月20日には1万6000円を割り込み、8月18日には平成2年以降の株価下落局面における最安値（1万4309円）を付けた。こうした状況の中、8月18日に大蔵省は「金融行政の当面の運営方針」²²⁾を公表した。また、8月28日には「総合経済対策」（第2章第2節3（1）参照）が公表された。

〔注〕

- 1) 金融制度調査会、外国為替等審議会においても、昭和62年7月、金融先物取引の制度の整備について審議を行うため、それぞれ金融先物専門委員会、金融先物専門部会が設置され、同年11月に合同の報告書「金融先物取引の整備について」が取りまとめられた。証券取引審議会報告書「証券先物市場の整備について」及び金融制度調査会・外国為替等審議会合同報告書を受け、大蔵省は金融・証券先物取引の具体的な整備の方法について検討を行い、有価証券に係る先物取引の制度については証券取引法の改正を行い、有価証券以外の金融商品の先物取引については新たに金融先物取引法を制定する、との方針を取りまとめた（大蔵省「金融先物取引等の制度の整備について」（昭和63年1月）（『大蔵省証券局年報 昭和63年版』52ページ））。
- 2) 金融先物取引法案も証券取引法改正法案とともに閣議決定・国会提出され、同じタイミングで可決され、両法は成立した。
- 3) 「証券取引法の一部を改正する法律案」提案理由説明（昭和63年4月26日衆議院大蔵委員会）。
- 4) 東京証券取引所及び大阪証券取引所は、昭和63年11月15日の理事会においてそれぞれ、「東証株価指数オプション取引制度要綱案」、「日経平均株価オプション取引制度要綱案」を承認し、名古屋証券取引所は11月17日の理事会において「株価指数オプション取引制度要綱案」（とその取引対象となる「オプション25」）を承認した（「東証株価指数オプション取引制度要綱案」、「日経平均株価オプション取引制度要綱案」及び「株価指数オプション

ン取引制度要綱案』について」『証券業報』昭和63年12月号15-40ページ)。

- 5) 選択権付債券売買取引(債券店頭オプション取引)は、現物の債券の売買取引の一形態(解除権付きの売買取引)と解することができたことから、昭和63年の証券取引法改正において同取引に係る規定は設けられなかった。選択権付債券売買取引は、証券取引法上の有価証券の売買取引であるので、同法の投資家保護等の規制が適用される(「選択権付債券売買取引(債券店頭オプション取引)の解禁について」『月刊 資本市場』平成元年5月号109-114ページ)。
- 6) 東京証券取引所は、平成元年6月20日の理事会において「外国国債証券先物取引制度要綱案」を承認した。取引対象銘柄は米国財務省証券(T-Bond)標準物(額面10万ドル、利率年8%、償還期限20年)(「外国国債証券先物取引制度要綱案」について)『証券業報』平成元年7月号155-157ページ)。
- 7) 東京証券取引所は、平成元年5月16日の理事会において「債券先物オプション取引制度要綱」を承認した。取引対象は長期国債先物コールオプションと長期国債先物プットオプションの2種類(「債券先物オプション取引制度要綱」について)『証券業報』平成元年6月号76-88ページ)。
- 8) 「最近の証券市場」『証券業報』平成元年7月号4ページ。
- 9) 『銀行局金融年報 平成元年版』(平成2年、金融財政事情研究会)128ページによれば、「証券先物市場への銀行等の金融機関の参加については、[中略][平成元年]6月22日には海外証券先物取引取次業務の認可のため、「銀行の海外証券先物取引取次業務等に係る変更認可申請の取扱いについて」(蔵銀第1463号)等が発出され、申請を行った81の金融機関に対して6月29日付で業法上の認可が行われ、また証券取引法上の認可条件に基づく業務内容方法書の変更承認も6月30日付で行われた。
 こうして本年6月末現在、82の金融機関が債券先物取引取次業務についての認可を受け、さらに、そのうち81の金融機関については、海外の有価証券市場で行われているTボンドの先物取引等の取次業務についても行うことができることとなった」とされている。
 また、「東京証券取引所は、[平成元年]12月1日、Tボンド(米国長期国債)先物取引を開始し」(『金融』平成2年1月号34ページ「金融資料(平成元年11月下旬～12月上旬)」、40ページ)、平成2年「5月11日、東京証券取引所において債券先物オプション取引がスタートした」(『金融』平成2年6月号54ページ)。これにより金融機関はそれぞれの取次業務が可能になった。
- 10) 金融先物取引の開始に先立ち、大蔵省は、国内外の金融先物取引の取次ぎ業務を銀行・証券会社など245社に認可した(「最近の証券市場」『証券業報』平成元年7月号4ページ)。
- 11) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』22-26ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』24-29ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』26-30ページ。『大蔵省証券局年報 平成5年版』29-33ページ。
- 12) 『月刊 資本市場』平成2年4月号34-35ページ。
- 13) 東京証券取引所をはじめとする全国の8証券取引所は、株式相場下落を受けて、平成2年1月11日、2月21日、2月27日の3回にわたり信用取引の規制緩和も実施した。信用取引とは、一般に、上場株式又は店頭登録株式の売買に際して、顧客が一定の委託保証金を証券会社に差し入れ、証券会社が顧客にその買付代金又は売付株券を貸し付けて行う取引のことであり、信用取引の利用状況や市況に応じて、証券取引所において、委託保証金率や、委託保証金代用有価証券(委託保証金として金銭に代わって差し入れる有価証券)の

掛目（代用価格の計算において当該有価証券の時価に乗ずる率）の変更が行われた（東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』（平成12年、東京証券取引所）第7章「信用取引制度」参照）。平成元年度中は、6月30日に規制緩和（委託保証金率の引下げ）、12月6日に規制強化（委託保証金代用有価証券の掛目の引下げ）、平成2年1～2月に3回にわたる規制緩和（1月11日：委託保証金代用有価証券の掛目の引上げ、2月21日：委託保証金率の引下げ、2月27日：委託保証金代用有価証券の掛目の引上げ、委託保証金率の引下げ）が行われた。

- 14) さらに、全国8証券取引所は、平成2年9月6日に信用取引の規制緩和（委託保証金率の引下げ）を行った。
- 15) 裁定取引の状況（裁定取引に係る現物株式の売買高及びポジションの状況。）についての日々公表は、3取引所において、平成3年2月4日～3月6日取引分について実施された（『大蔵省証券局年報 平成3年版』28ページ）。さらに、東京証券取引所においては、5月7日取引分から再度の日々公表が（『大蔵省証券局年報 平成3年版』29ページ）、6月24～28日売買分からは裁定取引の会員別週間売買高（上位15会員）の公表が、12月18日売買分からは裁定取引の状況（限月別ポジションの状況も開示内容に追加。）と上位15会員の売買状況についての日々公表が実施された（『大蔵省証券局年報 平成4年版』26-28ページ）。
- 16) プログラム売買について、東京証券取引所は、「東証市場において、一度に25銘柄以上の株式の売付け、又は買付けを行う、広範囲な投資形態」と定義した（『月刊 資本市場』平成3年2月号 85ページ）。
- 17) 『月刊 資本市場』平成4年1月号 42ページ。『月刊 資本市場』平成4年2月号 36-37ページ。「最近の証券市場」『証券業報』平成4年2月号 5ページ。
- 18) 大阪証券取引所の日経225先物取引の市場規模（1日平均の取引金額）は、平成3年平均で2兆1818億円であったのに対し、東京証券取引所のTOPIX先物取引は1283億円であった（『大蔵省証券局年報 平成4年版』28ページ）。
- 19) 上位20会員の取引高を毎日公表、上位15会員の取引残高を毎週1回公表することとした。
- 20) 権利行使日を毎週木曜日から取引最終日の1日だけに変更し、清算指数の決定を当日の現物市場の終値から翌日の寄付値に変更した。
- 21) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』29ページ、258ページ。「最近の証券市場」『証券業報』平成4年2月号 5ページ。
- 22) 本巻「金融行政」第1章を参照されたい。

5 株式等流通市場に関するその他の事項

（1）東京証券取引所会員権問題¹⁾

証券市場の国際化及び東京証券取引所への取引集中に伴い、東京証券取引所に対する外国証券会社及び国内非会員会社の加入要請が強まったため、東京証券取引所は昭和60年及び昭和62年の二度にわたり会員定数を拡大し、会員定数は114（うち外国証券会社22社）となっていた。その後、昭和62年の会員定数の拡大の際に選にもれた英国系証券会社2社の会員権の早期取得について英国政府より強い要請があり、また、仏系証券会社についても同様の要請があった。

東京証券取引所は、こうした内外からの強い加入要望を踏まえて平成元年7月に「会員制度に関する特別委員会」を設置して会員定数の拡大について検討を行い、同年12月に会員定数を10拡大して124とすることを決定し、翌平成2年3月5日に国内証券会社7社及び外国証券会社3社（前述の英国系証券会社2社及び仏系証券会社1社）の計10社の新規加入を内定（同年4月17日に正式承認。）した。新規加入の10社は、所要の準備を経て同年11月19日に全社正式に加入し、うち8社は同日に取引を開始した。

（2）株式委託手数料の改定²⁾

証券会社の株式委託手数料は、証券取引法に基づく各証券取引所の受託契約準則において定められており、昭和24年の手数料率制定後、昭和62年までに38回（うち主なものは15回）の改定が行われていた。とりわけ昭和60年から昭和62年にかけては、売買単位の大型化の進行と諸外国との比較において割高となっていたことから、3年連続で引下げが行われた。

しかしながら、昭和63年12月1日の臨時行政改革推進審議会（第2次行革審）答申において、株式委託手数料について国際的水準に比して遜色のない低位の水準を維持するよう見直しを機動的、弾力的に行う旨の指摘がなされたこと等から、平成2年に各証券取引所において株式委託手数料の引下げが行われた。当該株式委託手数料の改定は、売買代金区分の変更とともに、小口を含めた全般的な手数料率引下げを行うものとなった。株式委託手数料の引下げに係る受託契約準則の改正は、平成2年5月15日付で大蔵大臣への認可申請が行われ、同年5月24日付で認可され、同年6月4日から実施された。

（3）株式投資家層の拡大

日本の株式市場では、株価上昇に伴う株式投資単位の高騰、配当利回りの低下等により個人投資家のシェアが低下する傾向が続いており、機関化現象の進行によって流通市場における流動性・安定性が低下し、発行市場（資金調達面）にも悪影響が及びつつあることが懸念された³⁾。こうした問題意識から、東京証券取引所及び日本証券業協会はそれぞれ、個人株主の増大策について検討する場を設け、平成2年5月以降、審議を行った。

まず、東京証券取引所の証券政策委員会が同年11月19日に「株式投資者層の拡大について一商法改正等への対応」と題する答申を取りまとめ、同所理事長に提出した。同答申では、①単位株制度の存続（暫定制度である「単位株制度」を永続的制度として位置付ける。）、②株式分割⁴⁾の促進又は1単位の株式数のくくり直し⁵⁾による投資単位の引下げ、③優先株発行⁶⁾の促進、④配当政策の見直し及び税制の改善、⑤証券界として取り組むべき課題（市場の公正性、透明性、安定性の維持向上等。）、によって個

人投資家の増大を図ることが提言された。

この答申を受けて東京証券取引所は、投資単位の引下げを促進する観点から規則の整備を行い、上場会社及び新規上場申請者が大幅な株式分割や株式数のくくり直しを行った場合にも、上場基準、第一部銘柄指定基準等の適用において不利な取扱いとならないようにするとともに、年賦課金についても負担増にならないようにする等の措置をとった（平成3年4月1日実施）。また、配当政策関係では、決算短信における配当政策の開示内容の充実を平成3年3月期決算会社から実施することとした。さらに、市場に対する信頼確保等の観点から、売買審査機能の充実⁷⁾、現先一体管理の推進⁸⁾等に取り組んだ。

日本証券業協会もまた、同協会の「個人投資家の証券投資促進に関する研究会」が取りまとめた報告書「個人投資家の証券投資促進について―証券市場の現状認識と具体的方策―」を平成3年4月17日の理事会で了承した。同報告書では、株式投資単位の引下げ、優先株発行の推進、配当性向を重視した配当政策の推進等、東京証券取引所の答申と同様の提案に加えて、端単位株取引（ミニ株取引）や株式累積投資制度の導入といった提言がなされた。

（4）信用取引制度の見直し

日本の株式市場では個人投資家の市場参加が相対的に減少傾向にあり、信用取引の利用が低下する状況が見られていた。こうした状況にかんがみ、東京証券取引所では、信用取引制度の利便性を高め、その利用の一層の活発化を図ることにより現物市場の機能を強化する観点から信用取引制度を見直すこととされ、平成2年7月以降、業務委員会及び同委員会の下に設置された「信用取引制度に関するワーキング・グループ」において検討が行われた⁹⁾。

検討の結果は「信用取引制度の見直しについて―政策的方向付けと実務的問題の検討状況等―」として取りまとめられ、平成3年4月14日の東京証券取引所理事会において報告・了承された。主な内容は、①信用銘柄・貸借銘柄の対象範囲の拡大、②指定銘柄制度¹⁰⁾の廃止、③弁済期限の複数制の導入（現行6か月の弁済期限のほか、新たに3か月の弁済期限を設定。）であり、このうち②と③の措置に係る規則の改正は平成3年6月に行われ、これにより6月17日に指定銘柄の特別信用取引条件による新規建ての売買が停止され、同年10月1日に弁済期限の複数制の導入及び指定銘柄制度の廃止が実施された¹¹⁾。また、①の措置に係る規則の制定・改廃は同年11月29日に実施され、流動性や規模等に係る一定の基準を満たす場合には、市場第一部・第二部を問わず信用取引・貸借取引ができるよう、銘柄の対象範囲が拡大された¹²⁾。これらと同様の見直しは他の証券取引所においても実施された。また、信用取引制度の見直しに伴い、日本証券業協会や証券取引所、証券金融会社において投資勧誘ルールの整備や

信用取引の管理体制の強化がなされた。

（5）取引所等におけるシステム整備の推進

証券取引所や日本証券業協会では、取引規模の拡大等に対応するため、売買システムの導入等のシステム整備が進められた。

東京証券取引所では昭和57年に株式売買システムが導入されていた。株式売買システムの処理の対象は、その導入時には市場第二部上場銘柄のみであったが、昭和60年には市場第一部上場銘柄（売買高の多い250銘柄（立会場銘柄）を除く。）に拡大され、昭和63年には立会場250銘柄のうち売買高の少ない100銘柄及び外国株全銘柄が追加された¹³⁾。

一方、売買高の多い100銘柄については引き続き立会場において売買が行われていた。立会場業務についても、昭和58年に売買照合業務の機械化（売買照合システム）が行われていたが、市場規模の拡大、週休二日制移行に伴う立会時間の延長（平成3年4月末実施。）、新規会員の増加（本節5（1）参照）等に対応するため、立会場で行われる売買及び売買事務の合理化・省力化の観点から「立会場事務合理化システム」¹⁴⁾が導入されることとなった。立会場事務合理化システムは、平成2年11月26日に市場第一部立会場150銘柄のうちまず24銘柄を対象に稼働し、翌平成3年3月18日に立会場150銘柄すべてを対象に稼働した¹⁵⁾。

大阪証券取引所においても、平成3年2月に現物株式の株式売買システムが導入され、順次対象が拡大された結果、同年3月18日以降立会場で売買される銘柄は市場第一部の150銘柄となった¹⁶⁾。

この間、店頭登録市場においてもシステム整備が進められた。店頭登録市場におけるシステム化については、昭和63年12月の証券取引審議会報告書「株式公開制度の在り方について」を受けて日本証券業協会が翌年の平成元年2月に策定した「株式店頭市場の改善策要綱」において、2年後を目途にオンライン・リアルタイムの売買処理システムを構築すること等が謳われており、これを踏まえて、平成3年10月に「株式店頭市場システム」が導入された（本節6参照）。

（6）証券保管振替制度の実施¹⁷⁾

証券保管振替制度は、株券等の有価証券を保管振替機関で集中保管し、売買取引や担保取引が行われた場合の株券等に係る権利の移転を現実の受渡しを行うことなく帳簿上の振替によって行おうとするものである。株券等の発行量の増大及び流通量の増加により株券等の保管や受渡し面での事務量が膨大なものとなり、本格的な¹⁸⁾株券等の保管振替制度の導入の必要性が高まったことを踏まえて、昭和59年に「株券等の保管及び振替に関する法律」（昭和59年法律第30号。以下、「保振法」という。）が制定さ

れた（同年11月14日施行）。保振法施行後、同年12月には民法第34条の公益法人として証券保管振替機構（以下、「保振機構」という。）が設立され、昭和60年5月には保振法に基づく「保管振替機関」として主務大臣（大蔵大臣及び法務大臣）から指定を受けた。

保振機構は、昭和63年10月に、保管振替事業を平成3年10月から東京証券取引所正会員等を対象に部分的に開始し（第一段階）、平成4年4月には大阪証券取引所正会員等に（第二段階）、同年7月には名古屋証券取引所正会員等に（第三段階）順次拡大した。そのうえで、平成4年10月に他の証券取引所の上場銘柄と店頭登録銘柄及び管理銘柄を追加して全面实施するという段階的実施計画¹⁹⁾を策定し、平成3年10月の保管振替業務開始に向けてコンピューター・システムの開発やテスト、関係各界との調整等の準備作業を進めた。コンピューター・システムは、順調に開発が進み、平成2年7月から9月にかけてパイロット・テスト（22社）が実施され、同年10月から保管振替業務開始直前の平成3年9月までの1年間は第一段階の参加予定者を対象に総合的業務処理確認テスト及び訓練が実施された²⁰⁾。

証券保管振替制度の実施に当たっての重要課題の一つは、保振機構が保管振替事業において株券等を取り扱うことにつき株券等の発行会社から同意を得ることであった。保振法では、保管振替事業において取り扱う有価証券について、主務大臣による指定（保振法第2条第1項）と、発行会社からの同意（同法第5条第3項）を要することが定められていた。平成2年10月24日付の法務省・大蔵省告示で主務大臣による指定²¹⁾が行われると、その直後の同月29日に、保振機構は、上場会社及び店頭登録会社、店頭管理会社宛てに同意書の提出を要請した。これら発行会社の同意を得るため、保振機構を中心に証券取引所等も協力して発行会社への働きかけを行った結果、業務開始直前の平成3年10月初旬時点で98%以上の発行会社から同意を得た²²⁾。なお、発行会社においては、証券保管振替制度の実施に備えて、平成2年12月以降の株主総会において、法律上は必ずしも必要がないとされていた定款の変更を行う会社が相次いだ²³⁾。

この間、証券界においても、証券保管振替制度の実施に伴う実務的な準備が進められた。平成元年5月には、全国証券取引所協議会及び日本証券業協会は共同で「証券保管振替制度連絡会」を設置し、証券会社の実務処理面を中心に同制度への対応について検討等を行った²⁴⁾。平成3年5月には、日本証券業協会において、証券会社が有価証券の保護預りを行う場合の規則である「有価証券等の寄託の受入れ等に関する規則」（公正慣習規則第6号）及び全証券会社共通の「保護預り約款」の見直しが行われ、証券会社が顧客から預託を受けた株券を保振機構へ再預託する場合に必要な顧客の承諾について、顧客から特に申出のない限り保護預り株券を保振機構において混蔵保管する（すなわち保振機構に預託する）ことに顧客が承諾したものとして取り扱う旨が「保護預り約款」に盛り込まれた（同年7月1日から実施。）²⁵⁾。また、東京証券取

引所では、証券保管振替制度の実施に伴う株券売買取引の決済制度等が改正された²⁶⁾。

こうして、平成3年10月9日に、第一段階として、東京証券取引所、同取引所正会員証券会社、銀行、日本証券金融株式会社及び日本証券決済株式会社の160社を参加者として、東京証券取引所上場銘柄のうち銀行株50銘柄を対象に証券保管振替制度が開始された。同年12月6日には432銘柄が追加され(合計482銘柄)、翌年の平成4年1月17日には東京証券取引所の全上場銘柄(同意の得られない3銘柄を除く1639銘柄)に預託・口座振替の取扱銘柄の対象が拡大された²⁷⁾。なお、この間の平成3年末には、証券保管振替制度の実施に伴うディスクロージャー制度の整備がなされ、例えば有価証券報告書等における「株式の状況」欄の記載については直近の実質株主通知の基準日によることのできる等の措置が講じられた²⁸⁾。

平成4年4月17日から、保振機構は取扱銘柄を大阪証券取引所の上場銘柄に拡大し(同日現在の取扱銘柄は合計で1938銘柄²⁹⁾)、同取引所、同取引所正会員証券会社、生命・損害保険会社等23社を新たな参加者として第二段階を開始した。第二段階では、大阪証券取引所と東京証券取引所との重複上場銘柄のうち鉄鋼株10銘柄について口座振替を開始し、5月から大阪証券取引所全上場銘柄(同意の得られなかった2銘柄を除く。)に拡大した。また、平成4年4月決算銘柄から実質株主の通知・報告を全面的に実施した(第一段階では部分的に実施。)

平成4年7月10日からの第三段階では、名古屋証券取引所、同取引所正会員証券会社等9社が新たな参加者として加わり、取扱銘柄は同取引所上場銘柄(同意を得られなかった1社を除く。)が追加されて合計で2039銘柄となった³⁰⁾。

そして、平成4年10月9日に、他の5証券取引所の上場銘柄及び店頭登録銘柄、店頭管理銘柄が追加され(取扱銘柄は合計で2547銘柄)、証券保管振替制度は全面実施となった。5証券取引所、その正会員証券会社、証券取引所の非会員証券会社等77社が新たに参加者として加わり、この時点での参加者数は269社となった³¹⁾。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』26-27ページ。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』30-31ページ。
- 3) 東京証券取引所・証券政策委員会「株式投資者層の拡大について一商法改正等への対応一」(平成2年11月19日)(東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』(平成12年、東京証券取引所)666-688ページ)。日本証券業協会・個人投資家の証券投資促進に関する研究会報告書「個人投資家の証券投資促進について一証券市場の現状認識と具体的方策一」(平成3年4月17日理事会承認)(『証券業報』平成3年5月号36-51ページ)。
- 4) 平成2年の商法改正(平成3年4月1日施行)によって、額面株式について、額面株式一株の金額を変更する場合でも、額面の読替えを行うことにより株式の追加発行による株式分割が可能となった(「商法改正について(資本市場関連事項を中心に)」『月刊 資本市

場』平成2年9月号122-130ページ)。

- 5) 1単位の株式数のくくり直し(株主総会において定款変更の承認が必要。)については、平成3年1月29日に立川プラインド工業が、同年2月12日に旭通信社が取締役会決議を行った(『旬刊 商事法務』平成3年2月15日号62ページ、『旬刊 商事法務』平成3年2月25日号41-42ページ)。
- 6) 平成2年の商法改正(平成3年4月1日施行)において、優先株式の発行手続の合理化等の措置がとられた(「商法改正について(資本市場関連事項を中心に)」『月刊 資本市場』平成2年9月号122-130ページ)。
- 7) 平成2年12月1日に5%ルールの導入に併せて売買管理銘柄制度が同日導入された。
- 8) 平成3年4月24日からプログラム売買の開示が開始された。
- 9) 東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』(平成12年、東京証券取引所)445ページ。
- 10) 市場動向を敏感に反映する市場性豊かな銘柄(指定銘柄)について、特別信用取引条件(弁済期限:3か月)を利用できる制度(『大蔵省証券局年報 平成4年版』31ページ)。
- 11) 東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』(平成12年、東京証券取引所)451-452ページ、456ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』309-310ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』30-31ページ。『月刊 資本市場』平成3年6月号98-99ページ。
- 12) 東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』(平成12年、東京証券取引所)456-457ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』30-31ページ、257ページ。『月刊 資本市場』平成4年1月号122ページ。
- 13) 東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』(平成12年、東京証券取引所)88ページ、264ページ。
- 14) 立会場銘柄に係る注文、付合せ、約定通知、端末へのリアル表示、売買照合処理等の事務処理を機械処理するシステム(『大蔵省証券局年報 平成4年版』30ページ)。
- 15) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』30ページ。東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』(平成12年、東京証券取引所)86-88ページ、264-265ページ。
このほか、東京証券取引所では、証券先物・オプション取引を対象としたシステム整備(「先物売買システム」導入(昭和63年4月)、同システムの対象に東証株価指数(TOPIX)先物取引等を追加(昭和63年9月)、「株価指数オプション売買システム」導入(平成元年10月))、転換社債(残存額が多い立会場50銘柄を除く。)等を対象とした「債券売買システム」の導入(平成元年12月)等も行われた。
- 16) 『月刊 資本市場』平成3年2月号85ページ。
- 17) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』273-275ページ。『大蔵省証券局年報 平成2年版』303-305ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』237-240ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』187-190ページ。『大蔵省証券局年報 平成5年版』176-179ページ。
- 18) 東京証券取引所では、昭和46年から、日本証券決済株式会社を口座管理機関(東京証券取引所が口座管理機関となるが、その事務を東京証券取引所の全額出資の子会社である日本証券決済株式会社に委任した。)とする株券決済振替制度が導入されていた(証券保管振替機構『10年の歩み』(平成7年、証券保管振替機構)4-5ページ)。
- 19) 証券保管振替機構「証券保管振替事業の段階的実施計画」(証券保管振替機構『10年の歩み』(平成7年、証券保管振替機構)56-57ページ、132-133ページ)。
- 20) 証券保管振替機構『10年の歩み』(平成7年、証券保管振替機構)44-45ページ。

- 21) 保振法第2条第1項に規定する、同法を適用する有価証券として、①証券取引所に上場されている株券（上場株券）及び②店頭売買有価証券として証券業協会に登録され、又は指定されている株券（店頭登録・管理銘柄の株券）、③本指定後①又は②のいずれかに該当することとなった株券が指定された（法務省・大蔵省告示第102号「株券等の保管及び振替に関する法律第二条第一項の規定による有価証券を指定する件」（平成2年10月24日官報第492号））。
- 22) 平成2年10月29日に同意の要請を行った2367社のうち、平成3年10月4日までに2326社から同意を得た（同意率98.3%）（証券保管振替機構『10年の歩み』（平成7年、証券保管振替機構）63ページ）。
- 23) 『旬刊 商事法務』平成3年1月5日号 158ページ。「座談会（河本一郎、半沢保博、牧田澄雄、木村清、永井恒男）証券保管振替制度をめぐる実務的対応〔上〕」『旬刊 商事法務』平成3年4月25日号 2-10ページ。時宗弘行「保管振替制度実施に伴う東証の決済制度の改正・対応」『旬刊 商事法務』平成3年12月15日号12-17ページ。

保振機構に預託された株券は株主名簿上は保振機構名義となるが、実質的な権利者（実質株主）が誰であるかについては、保振機構が発行会社の決算期末等の権利確定日における実質株主の氏名等を発行会社に通知し、発行会社はこの通知に基づき「実質株主名簿」を作成すること、また、株主としての権利行使はこの「実質株主名簿」に基づいて実質株主が行うこととされた。保振法では、定款の変更をせずに済む法的な手当がなされていたが、実際には、「実質株主名簿」の作成に伴う定款の変更が行われる例が多かった。
- 24) 証券保管振替機構『10年の歩み』（平成7年、証券保管振替機構）50ページ。
- 25) 日本証券業協会「「有価証券等の寄託の受入れ等に関する規則」（公正慣習規則第6号）及び保護預り約款の一部改正について」『証券業報』平成3年6月号 71-86ページ。木村清「株券保管振替制度実施に伴う証券会社の保護預り約款の変更—証券会社の実務的対応—」『旬刊 商事法務』平成3年9月15日号 16-22ページ。
- 26) 『月刊 資本市場』平成3年8月号 100-101ページ。時宗弘行「保管振替制度実施に伴う東証の決済制度の改正・対応」『旬刊 商事法務』平成3年12月15日号 12-17ページ。
- 27) 第一段階では、実質株主通知に係る業務は銘柄を限定して部分的に実施された。すなわち、平成3年10月から12月までは実質株主の通知を行わず、平成4年1月以降は、①東証二部上場銘柄のうち平成4年1月及び2月決算銘柄について実質株主通知を行う、②東証一部上場銘柄のうち平成4年1月から3月までの決算銘柄及び東証二部上場銘柄のうち平成4年3月決算銘柄の参加者（証券会社等）自己分等について、実質株主通知を行うことができる、とされた（証券保管振替機構『10年の歩み』（平成7年、証券保管振替機構）92ページ）。
- 28) 「企業内容等の開示に関する省令の一部を改正する省令」（平成3年大蔵省令第49号）（平成3年11月26日公布、同年12月1日施行）。
- 29) 証券保管振替機構『10年の歩み』（平成7年、証券保管振替機構）93ページ。
- 30) 証券保管振替機構『10年の歩み』（平成7年、証券保管振替機構）94ページ。
- 31) 証券保管振替機構『10年の歩み』（平成7年、証券保管振替機構）94ページ。

6 株式店頭市場の機能拡充

株式店頭市場は、証券業協会によって昭和38年に設けられた店頭売買銘柄登録制度がその原型となっている¹⁾。その後、昭和51年に店頭売買に関する公正慣習規則が制定され、また、店頭市場における証券会社間の売買を仲介する日本店頭証券株式会社が設立される等、同市場は逐次整備、改善され発展してきた。特に昭和58年には、証券取引審議会報告「株式市場の機能拡充について」を受け、登録基準の緩和、公募増資の解禁、ディスクロージャーの充実、投資勧誘規制の緩和、自己責任原則の徹底（確認書の徴求）、登録銘柄ディーラー制度の導入等が実施されて、いわゆる新店頭市場が発足し、中堅・中小企業の資金調達円滑化、投資者の資産運用の多様化等の面で取引所市場の補完的機能を果たすものとして、その機能拡充が図られてきた。また、昭和59年には、株式会社QUICKのコンピューター・システムを利用した店頭株式情報システムが導入され、店頭市場の機械化が進むこととなった²⁾。さらに、昭和62年には店頭転換社債の発行が解禁された。

その後、昭和63年のいわゆるリクルート問題の発生を契機として、証券取引審議会において株式公開制度の見直しについて審議が行われ、その結果取りまとめられた報告書「株式公開制度の在り方について」では、株式公開制度の見直しと併せて店頭市場の一層の活性化及び体制整備についての提言もなされた。これを受け、日本証券業協会は、平成元年2月に株式公開制度等の改善策と株式店頭市場の活性化策を二本柱とする「株式店頭市場の改善策要綱」を取りまとめ、以後、この改善策要綱を踏まえて、株式公開制度等の見直し（平成元年4月実施。本章第3節2参照）、店頭市場における公募増資の規制緩和措置（店頭登録会社による公募増資の回数制限の撤廃、公募株式数の限度枠の拡大等。同年7月1日発行決議分から適用。）³⁾、店頭登録銘柄等の売買値段等の発表の充実（同年12月実施。本節3（1）参照）等が順次行われていった。

こうした店頭市場の整備、改善とともに同市場は拡大し、店頭登録銘柄数は昭和63年末の196社（店頭管理銘柄と合わせて計216社）から平成2年末には342社（同357社）へと増加し、売買高・売買代金（店頭登録・管理銘柄合計）は、昭和63年の4億7765万株・7216億円から平成2年には12億6311万株・6兆1117億円へと急速に拡大していった⁴⁾。

このように、店頭市場の規模が拡大し同市場に不特定多数の投資者が参加する状況となる中で、店頭市場における行為規制が十分に整備されていないことが重要かつ緊急の課題となり、証券取引審議会不公正取引特別部会の審議結果（「店頭市場に対する行為規制の適用について」（平成3年4月26日））を踏まえ、翌平成4年の公正確保法における証券取引法の改正により、相場操縦の禁止、インサイダー取引規制等、証券取引法上の行為規制が店頭市場にも適用することとされたのである（本章第3節5及び

6参照)。

その他、店頭市場の規模の拡大に対応するための措置として、株式店頭市場における機械化の改善策も進められた。日本証券業協会は、平成2年4月から、日本店頭証券株式会社の「売買システム」と日本証券業協会の「店頭株式情報伝達システム」の二つのシステムから成る「株式店頭市場システム」(JASDAQ: Japan Securities Dealers Association Quotation) の開発に着手し⁵⁾、計画どおり店頭登録銘柄及び店頭管理銘柄については平成3年10月28日から、店頭転換社債については同年11月11日から同システムを稼働させた⁶⁾。

〔注〕

- 1) それ以前は、証券業協会により「店頭売買承認銘柄制度」が設けられていたが、昭和36年に同制度を吸収する形で証券取引所に市場第二部が開設された（「証券取引審議会報告書 店頭市場に対する行為規制の適用について」『ファイナンス』平成3年7月号 58-63ページ。「株式店頭市場の沿革—制度面を中心に—」『証券業報』平成3年12月号 27-29ページ）。
- 2) 「証券取引審議会報告書 店頭市場に対する行為規制の適用について」『ファイナンス』平成3年7月号 58-63ページ。「株式店頭市場の沿革—制度面を中心に—」『証券業報』平成3年12月号 27-29ページ。
- 3) 「店頭市場における公募増資に関する考え方」(平成元年7月1日)、「店頭市場における公募増資に関する考え方」の運用指針について」(平成元年8月16日)（『旬刊 商事法務』平成元年9月15日号 52-54ページ「証券界、店頭市場の時価発行増資に関する自主ルールを改訂」）。
- 4) 「証券関係諸統計」『証券業報』平成4年12月号 71ページ。
- 5) 平成元年2月の日本証券業協会「株式店頭市場の改善策要綱」において、2年後を目途にオンライン・リアルタイムの売買処理システムを構築すること等が謳われていた。
- 6) 「最近の証券市場」『証券業報』平成3年10月号 6ページ。「株式店頭市場システム (JASDAQ) のあらましについて」『証券業報』平成3年10月号 93-99ページ。
本節5(6)参照。その後、平成4年10月には、証券保管振替システム（全面実施）と接続した。

第6節 証券投資信託制度等の改革

1 投資信託研究会における検討¹⁾

投資信託については、昭和40年前後の証券不祥事の時期に大幅な制度改革が行われて以来、基本的な見直しは20余年の間行われていなかった。この間、投資信託は著しい拡大を示し、昭和63年6月には残高が50兆円を超えるなど、個人金融資産の中で重要な地位を占めるに至り、また、金融・資本市場における自由化・国際化の進展など投資信託を巡る環境にも変化が見られていた。

こうした状況を踏まえ、昭和63年10月以降、投資信託研究会（大蔵省証券局長の非公式懇談会）は、投資者の立場に立った見直し・改善という基本的視点から、投資信託について包括的・体系的な検討を行い、審議結果を翌年の平成元年5月23日に報告書「今後の投資信託の在り方について—投資者の立場に立った改善の方向—」²⁾として取りまとめた。審議結果の概要は次のとおりである。

- ①投資信託の商品性と運用に関する諸問題：投資者ニーズの多様化に対応した商品性の一層の多様化を図るとともに、投資者が個々の商品を十分に理解し得よう商品性の明確化（商品の分類・体系化等）を図る。我が国では信託期間4～5年、解約禁止期間2年間という商品が多く、解約禁止期間明け直後に大量の解約が集中する傾向が見られるが、信託期間に対応した中長期的観点からの運用を確保するため、ファンド残高の安定的推移を図る方策を講じる必要がある。
- ②投資信託の投資対象と余資運用：投資信託の投資対象は証券取引法上の有価証券であって原則として市場性のあるものに限るという運用が行われており、私募債が利用できず、また、短期国債には組入れ制限がある。余資運用においても、国内CD・CPには組入れ制限があり、大口定期預金は利用できない。商品性の多様化を図り、投資者の利益を確保していくためには、こうした制約を見直す必要がある。
- ③投資信託に関する情報公開：証券投資信託法に基づく開示制度（募集・販売時の「受益証券説明書」、決算・償還時の「信託財産運用報告書」）や、証券投資信託協会が毎月1回公表している「運用成績公開制度」について、投資者にとって具体的に分かりやすい形で情報が提供されるような方策（記載内容の充実、順序統一等）を講じていく必要がある。
- ④委託会社の独立性：行政当局による所要の施策も必要であるが、投資信託関係者においても、従来の施策（公開販売制度の拡大、運用成績公開制度の改善等）の

推進に加え、投資信託の運用面や委託会社の経営体制について一層の自主性を確立する努力が続けられる必要があり、証券投資信託協会を中心に利益相反防止、独立性向上のための自主ルールの強化等について検討が行われるべきである。

- ⑤外国投資信託に関する諸問題：外国投資信託には証券投資信託法が適用されず、証券取引法が適用される。外国投資信託の販売は近年急速に拡大してきていることから投資者保護の徹底等を図る必要があり、かかる観点から、情報公開面での改善を図るとともに、外国投資信託の運用・販売等に係る証券業協会の自主ルールの厳格な運用が必要である（ただし、国内投資信託とのバランスに配慮した見直しも必要である。）。
- ⑥新規参入問題：投資信託の一層の発展のためには、新規参入については、内外を問わず、基本的には前向きに考えていくべきであろう。しかしながら、投資者保護の観点から、参入者について個々に、その適格性、経営の安定性等に関し十分な検討が行われる必要がある。金融機関等の参入については、利益相反の問題を含め幅広い検討を行ったうえで結論を出すことが望ましい。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』132-134ページ。「『今後の投資信託の在り方について—投資者の立場に立った改善の方向—』の概要」『月刊 資本市場』平成元年7月号 133-139ページ。
- 2) 証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成元年版）』（平成2年、証券投資信託協会）109-119ページ。

2 投資信託研究会の提言に関する改革の進展¹⁾

平成元年5月の投資信託研究会の提言を受けて、証券投資信託協会をはじめとする関係者や大蔵省証券局において具体的な見直しが行われた²⁾。

（1）商品の多様化、運用の安定性確保、運用対象・余資運用

まず、商品性の多様化及び運用の安定性確保については、証券投資信託協会において検討が行われ、平成2年3月9日に投資信託制度の改善案（証券投資信託協会「投資信託制度の改善について」³⁾）が取りまとめられた。同改善案では、単位型投資信託⁴⁾について、信託期間・クローズド期間の活用、運用資産の組合せ等により商品の多様化を進める⁵⁾とともに、募集手数料及び信託報酬についても、投資者負担を軽減する方向に努めつつ、信託期間や商品の仕組み等に応じて多様化すること、さらに信託報酬については現行の元本額基準⁶⁾から純資産基準⁷⁾へ移行させることとされた。

また、同改善案では、運用の安定性確保の観点から現行2年が中心となっているクローズド期間の多様化を図るとともに、クローズド期間中の流動性を確保するための方策についても長期的観点から検討するとされたほか、信託期間の途中で解約する投資家に対し信託財産留保金の負担を求める制度（信託財産留保金制度）を導入することとされ、また、償還まで所有した投資家が新規ファンドに乗り換えた場合の優遇措置及びファンドによる短期借入制度を導入するとされた。これを受けて同協会は、平成3年5月に「単位型投資信託の償還乗換えの優遇措置」のスキームを決定し、同年7月から同措置を実施した。

次に、投資信託の運用対象及び余資運用については、証券投資信託協会の自主ルールの見直しによって、平成2年2月に国内CD・CP及び無担保コールの組入れ限度が緩和され、また、同年5月に短期国債の組入れ限度が緩和された⁸⁾。

平成4年に入ると、大蔵省が1月に短期公社債投資信託等の創設や中期国債ファンドの商品性の改善を決定⁹⁾したことを受けて、商品性の改善や多様化は進展した。具体的には、同年2月以降、中期国債ファンドの商品性の改善として、中期国債の組入れ制限の一層の緩和（常時30%以上から月平均で30%以上へ）、余資運用比率制限の緩和（45%以内から30%以内へ）、信託財産留保金制度の導入、申込み単位の多様化が行われた¹⁰⁾。また、平成4年5月には、短期金融商品を運用対象とする実績分配型の追加型公社債投資信託である「短期公社債投資信託」、いわゆるMMF（Money Management Fund）が創設された。MMFは同年5月11日に販売が開始されて以降順調に拡大し、MMFの純資産残高は同年5月末には1.5兆円¹¹⁾を超え、同年末には5.4兆円となった。

（2）投資信託に関する情報公開制度の充実

平成2年3月の証券投資信託協会の改善案には、投資信託に関する情報公開の改善案も盛り込まれた。その後、「受益証券説明書」及び「信託財産運用報告書」について記載内容の充実と定型化、順序の統一、様式サイズの統一等を行うこととされ、「受益証券説明書」については平成2年7月以降募集・販売分より、「信託財産運用報告書」については平成2年以降に決算期が到来する分より実施された。また、同協会が毎月公表しているファンドの運用成績の公開制度については、商品分類の細分化、公開項目の充実（ファンドの資産規模、株式・公社債組入れ比率等）を行うとされ、平成2年5月決算分より実施された。

（3）委託会社の独立性、新規参入

委託会社の独立性に関しては、平成元年6月に証券投資信託協会において人事・運用に関する自主ルールが新たに制定され、委託会社とその関係証券会社との常勤役員

の兼職の禁止、信託財産に係る株式売買の分散発注、関係証券会社が引受けを行った有価証券のファンドへの組入れの制限等が定められた¹²⁾。さらに、平成4年2月には委託会社の役員であった者が関係証券会社の常勤役員になることを禁止する旨の自主ルールの強化が行われた¹³⁾。

委託会社の新規設立（新規参入）については、平成元年5月の投資信託研究会報告書において「内外を問わず、基本的には前向きに考えていくべき」旨の提言がなされたことを踏まえて、大蔵省証券局は外資系業者を含めた新規参入に係る具体的な基準について検討を行い、平成元年12月14日に「証券投資信託委託業務の免許基準の運用について」を公表した。これを受けて平成2年中に外資系3社が参入を果たした（さらに平成4年1月までに国内1社、外資系1社の計5社が新規参入を果たした。）。その後、諸外国から免許運用基準の一層の緩和につき要請があり、これに関して平成4年1月28日に証券取引審議会から投資信託委託業者の免許運用基準の見直しについて提言¹⁴⁾がなされたことを受けて、同年4月24日、大蔵省は免許運用基準の緩和（設立母体として投資一任業務を営んでいる会社を認める、外国業者については日本国内における投資信託の販売実績等の要件を削除する、等。）を公表した（本巻「証券行政」第2章参照）。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』127-133ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』96-97ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』56-57ページ、61-63ページ。『大蔵省証券局年報 平成5年版』20-22ページ、73-75ページ。証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成2年版）』（平成3年、証券投資信託協会）75-78ページ、84-92ページ、101-159ページ。証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成3年版）』（平成4年、証券投資信託協会）2-5ページ、57-59ページ。証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成4年版）』（平成5年、証券投資信託協会）1-6ページ。
- 2) 見直しについては、本文に記したもののほか、平成元年5月の投資信託研究会の提言を受けて、外国投資信託についての見直しも行われた。具体的には、国内投資信託に対する規制のバランスに配慮する観点から、平成元年6月に日本証券業協会において自主ルール（「外国証券の取引に関する規則」（公正慣習規則第4号）等）が改正され、累積投資の方法による販売等の制限解除、ノーロード等特殊な手数料体系の制限解除、最低購入金額（50万円）の制限解除等が行われた（日本証券業協会「公正慣習規則第11号「海外証券先物取引等に関する規則」の制定等について」（平成元年6月22日）（『証券業報』平成元年7月号123-135ページ））。
- 3) 証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成2年版）』（平成3年、証券投資信託協会）84-86ページ。
- 4) 同改善案では、追加型投資信託については、運用の安定性等に単位型投資信託とは異なる面があるので、多様な商品の在り方等を含めて引き続き検討を行っていくとされた。
- 5) 平成2年半ば以降、モーゲージ証券を組み込んだ商品や信託期間3年未満の商品の販売が行われるなど、証券投資信託商品の多様化が進んだ（『月刊 資本市場』平成2年10月号

52-53ページ)。

- 6) 信託財産の元本額を基準に一定額を徴収することを基本とし、これに一定期間の運用成果に応じた一定額を加減するもの(証券投資信託協会「投資信託制度の改善について」(平成2年3月9日)(証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成2年版)』(平成3年、証券投資信託協会)84-86ページ))。
- 7) 信託財産の純資産額に一定率を乗じて計算される額を徴収するもの。これにより、運用成績が報酬額に反映される意味で運用成果が重視されることとなり、競争が促進されるというメリットがある(証券投資信託協会「投資信託制度の改善について」(平成2年3月9日)(証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成2年版)』(平成3年、証券投資信託協会)84-86ページ))。
- 8) 国内CD・CPについては、各々ファンドの純資産総額の20%以内から両者合わせてファンドごとに純資産総額の45%以内へと緩和され、無担保コールについては、コール残高の30%の範囲内からコール残高と割引手形残高の合計額の50%の範囲内へと改められた。短期国債については、ファンドごとに純資産総額の30%程度までとされていたものが、50%以内へと緩和された。
- 9) 「最近の証券市場」『証券業報』平成4年2月号4ページ。証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成4年版)』(平成5年、証券投資信託協会)158ページ。
- 10) 中期国債の組入れ制限及び余資運用比率制限の緩和は平成4年2月1日から、信託財産留保金制度の導入及び申込み単位の多様化は平成4年4月申込み分から実施された(証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成4年版)』(平成5年、証券投資信託協会)3-4ページ)。
- 11) 証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成4年版)』(平成5年、証券投資信託協会)159ページ。
- 12) 証券投資信託協会「投資信託制度の改善について」『証券投資信託月報』(平成2年、証券投資信託協会)平成2年4月号6-11ページ。
- 13) 証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成4年版)』(平成5年、証券投資信託協会)84ページ。
本見直しは、平成3年末に証券投資信託協会が取りまとめた「投資信託制度の見直しについて」において委託会社の独立性の推進のための一方策として掲げられていた。
- 14) 証券取引審議会報告書「証券市場における適正な競争の促進等について」(平成4年1月28日)(資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について—証券取引審議会報告—相場操縦の行為禁止規定等のあり方の検討について—証券取引審議会不公正取引特別部会中間報告—』3-28ページ)。

3 株式市場の低迷と投資信託¹⁾

平成元年は株式市場の活況の下、投資信託の設定は旺盛で、年末には純資産残高は58.6兆円と過去最高を記録した。しかし、平成2年以降は、株式相場の長期低迷に伴って株式投資信託を中心に投資信託の不振が続き、純資産残高は平成2年末に46.0兆円(前年末比12.7兆円減、21.6%減)、平成3年末には41.5兆円(前年末比4.5兆円減、

9.8%減)と大幅な減少となった。株式市場の低迷の下、株式投資信託は運用難に陥り、平成4年以降に償還期日の到来するものから元本割れのまま償還を迎えるおそれが生じた。元本割れのまま償還することは、投資信託に対する不信感が強まり、募集の不振、解約の増加に拍車がかかるおそれがある等投資信託全体に与える影響が大きなものとなるとの判断から、昭和40年以来27年ぶりとなる償還の延長が行われることとなった。昭和40年当時は、元本割れのまま償還を迎えるものはすべて延長され、延長の要領(延長期間、信託報酬等)も各社で統一されていたが、このときは、延長するか否かについて、また、延長する場合の要領については各社の判断で決定された²⁾。

また、こうした状況の中、投資信託業界に対して運用成績の不振、商品の説明不足等の批判が起こったことから、投資家の信頼回復のため証券投資信託協会は、平成3年12月に「投資信託制度の見直し」として商品設計、販売体制、運用、広報、委託会社の独立性の5項目についての改善策を打ち出した。

平成4年に入ってから株式相場の下落傾向は続き、株価は同年3月16日に2万円を割り込んだ(日経平均株価終値19837.16円)。こうした中で同月31日に取りまとめられた「緊急経済対策」には、株式市場の活性化のための施策として、配当政策の見直しと並んで大口投資家向け株式投資信託の設定の推進が掲げられた。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』15-16ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』17-18ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』16-17ページ、63-65ページ。『大蔵省証券局年報 平成5年版』20-22ページ。証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成3年版)』(平成4年、証券投資信託協会)1-2ページ、60-61ページ。証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成4年版)』(平成5年、証券投資信託協会)1-3ページ。
- 2) 平成4年中に元本割れのまま償還期限を迎えた単位型投資信託143本はすべて延長された。延長の要領は各社独自の対応ではあったが、各社は概ね、延長期間については3年とし、延長期間中の信託報酬については、委託会社が受ける運用報酬の全額と証券会社の受ける事務代行手数料相当額の半額を辞退した(証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成4年版)』(平成5年、証券投資信託協会)1-3ページ)。

4 投資信託に関するその他の事項

(1) 外国投資会社株券市場の創設

大阪証券取引所は、平成3年6月に、外国投資会社(カントリー・ファンド)株券市場を創設した。カントリー・ファンドとは、特定の国又は地域の有価証券に投資することを目的として設立された会社型投資信託である¹⁾。カントリー・ファンドについては、平成3年5月の外国為替等審議会専門部会報告書²⁾において、途上国等への

民間資金フローの円滑化・資金還流のため、カントリー・ファンド株式の国内証券取引所への早期上場と併せて国内公募を積極的に推進し、発行・流通両市場の整備を図ることが重要である旨の提言がなされていた。大阪証券取引所による6月の流通市場の創設と併せて、日本証券業協会においても、平成3年12月にカントリー・ファンド株式の国内公募等に係る自主ルール³⁾が定められ、カントリー・ファンド株式の発行市場が確立されることとなった。大阪証券取引所は、同年12月20日からカントリー・ファンドの取引を開始した。

(2) 商品ファンド法⁴⁾

平成3年4月24日、「商品投資に係る事業の規制に関する法律」(平成3年法律第66号。以下、「商品ファンド法」という。)が国会で成立した。商品ファンド法は、商品に対する国民の投資ニーズが増大し、実際に商品ファンド等の新商品が販売されるようになる中で、投資家が不測の損害を被るリスクが増大しているという状況に対応する⁵⁾ため、商品投資事業を規制し投資者保護を図ろうとするものであった。法案は通商産業省と農林水産省において作成され、商品ファンドの金融商品としての性格等について大蔵省との協議が行われた。その結果、商品ファンドは、その金融的性格にかんがみ大蔵省を共管官庁とすること、有価証券との関係から商品ファンドは流通性を有しないこと、商品投資販売業については、証券取引法により規制が十分図られていることから証券会社等を適用除外とすることなどが3省の間で合意され、同法案は平成3年3月26日に閣議決定、国会に提出される運びとなった。

同法では、「商品投資」の定義を内外の商品市場における先物取引、政令で定める物品のオプション取引等とする等の定義規定が設けられたほか、商品投資販売業者に対する開業規制(許可制)と行為規制、商品投資顧問業者(商品投資について、投資対象や売買時期等に係る投資判断の全部又は一部を一任される。)に対する開業規制(許可制)と行為規制等が定められた。同法における商品投資販売業に係る規制については、証券会社、銀行等は適用除外となり、商品投資顧問業に係る規制については、一定の要件を満たす証券投資信託委託業者は適用除外とされた。同法は平成4年4月20日に施行された。

(3) 投資信託関係通達の廃止と自主規制機関規則化⁶⁾

平成4年7月20日の公正確保法の施行に併せて、大蔵省証券局関係の通達の多くが自主規制機関のルールへ移行されることとなった(本章第3節6参照)。投資信託についても同日付で「投資信託の委託業務に関する通達の廃止について」が発出され、証券投資信託法関係通達のうち19本の通達が廃止されて証券投資信託協会の規則へ移行するとともに、さらに残されるべき通達が整理・統合されて「投資信託委託会社の業

務運営について」として発出された。これに伴い証券投資信託協会では自主規制機関規則の整備が行われ、7月20日付で実施に移された。

〔注〕

- 1) 杉尾嘉昭「外国投資会社株券市場の概要」『月刊 資本市場』平成3年9月号 100-108ページ。
- 2) 外国為替等審議会国際金融取引における諸問題に関する専門部会報告書「途上国等への民間資金フロー円滑化のための諸方策について」(平成3年5月27日)。その概要は、「外為審専門部会報告途上国等への民間資金フロー円滑化のための諸方策について(我が国資本輸出をめぐる諸問題について)―第二回報告」『ファイナンス』平成3年8月号 58-64ページを参照されたい。
- 3) 日本証券業協会「外国投資会社(カンントリー・ファンド)株式の国内公募等の取扱いについて」(平成3年12月18日理事会決議)、『証券業報』平成4年1月号 42-51ページ。
- 4) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』102-107ページ。
- 5) 「商品投資に係る事業の規制に関する法律案」提案理由説明(平成3年3月27日衆議院商工委員会)。
- 6) 証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成4年版)』(平成5年、証券投資信託協会) 4-5ページ、49-78ページ。

5 投資顧問業に関する事項

(1) 投資一任会社の厚生年金基金及び厚生年金基金連合会の資産運用への参入¹⁾

厚生年金保険法(昭和29年法律第115号)において、厚生年金基金及び厚生年金基金連合会の資産運用は信託銀行又は生命保険会社が行うとされていたが、積立金の運用の一層の効率化を図るため²⁾、平成元年の臨時国会において同法が改正され、平成2年4月より投資一任業務の認可を受けた投資顧問業者(投資一任会社)が新たに運用受託機関に加わることとなった。

投資一任会社を活用し得る基金は、設立の認可から8年以上が経過している等の要件を満たすものとして厚生大臣の認定を受けた基金であり、投資一任会社の参入対象となる資産はいわゆる「ニューマネー」(ただし基金の総資産の3分の1相当額が限度)で、最小契約資産額は10億円とされた。資産運用の在り方については、これまで運用受託機関に対し、元本保証等のある安全性の高い資産50%以上、株式30%以下、外貨建て資産30%以下等の規制が課されていたが、平成2年4月の運用受託機関の拡大に当たっては、従来運用受託機関ごとに課されていた運用規制が基金ごとの規制に改められ、各運用受託機関に係る規制は安全性の高い資産を50%以上保有することのほかは基本的に自由となった。

さらに平成3年12月には、外資系の運用受託機関に対する運用規制が緩和され、安

全性の高い資産への運用割合が50%以上から30%以上へ引き下げられるとともに、最小契約資産額10億円の規制が5億円とされた。

平成2年4月以降の投資一任会社の年金の参入の状況を見ると、1年後の平成3年3月末時点で厚生年金基金連合会及び20の基金から延べ48社、ネットで25社の投資一任会社が年金資産の運用を受託した。とりわけ厚生年金基金連合会については、平成2年度のニューマネー940億円のうち約80%に当たる750億円が、外資系3社を含む16の投資一任会社に運用委託された。平成4年3月末時点では、厚生年金基金連合会及び39の基金から延べ85社、ネットで35社（国内系31社、外資系4社）が運用を受託した。

（2）投資顧問会社の親会社への発注の原則禁止³⁾

平成3年6月の損失補てん問題に関連して、多数の投資顧問契約付口座に損失補てんが行われていたことが明らかとなった。損失補てんは顧客等との関係を考慮した親証券会社により主導的に行われたものであったが、この背景には、親証券会社による資本的・人的な支配関係、証券系投資一任会社の発注がほとんど親証券会社に集中していたことなど、投資顧問会社の親会社からの独立性が十分に確保されていなかった点にあったことが指摘されていた。

そこで、取引面における投資顧問会社の独立性を確保すべく、平成3年11月27日に「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律施行規則の一部を改正する省令」（平成3年大蔵省令第50号）が公布され、平成4年1月1日から投資一任会社が親会社に発注することが原則として禁止された。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』134-136ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』98-99ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』68-70ページ。
- 2) 「国民年金法等の一部を改正する法律案」趣旨説明（平成元年11月9日衆議院本会議）。
- 3) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』66-68ページ。

第7節 ディスクロージャー制度

1 ディスクロージャー制度の整備と開示内容の充実

企業の証券形態による資金調達の高発化・多様化、企業経営における多角化・国際化といった環境変化に伴い、ディスクロージャー制度についても漸次制度面の整備が図られていった。

平成元年度以降の動きとして、まず、昭和61年12月の証券取引審議会報告書「社債発行市場の在り方について」を受けて行われてきた発行開示手続の簡素化と開示内容の充実の両面からの見直しが、「順調に推移」¹⁾していたことが挙げられよう。発行開示手続の簡素化については、関係省令等の改正（昭和62年4月施行）により昭和62年4月に「組込方式」²⁾の導入などが行われ、さらに昭和63年の証券取引法改正（同年10月1日施行）により、「参照方式」³⁾と「発行登録制度」⁴⁾の導入、効力発生期間の短縮（原則30日から原則15日へ）、届出免除基準の引上げ（1億円から5億円へ）等の措置が講じられていた。

また、開示内容の充実については、前述の昭和62年4月施行の省令等の改正により、連結財務諸表の提出期限延期の特例廃止（有価証券報告書と同時提出へ）及び連結情報の充実、並びに資金繰り情報の改善が行われ、さらに昭和63年の証券取引法改正に伴う省令等の改正により、臨時報告書の提出事由の拡大⁵⁾、セグメント情報の開示制度の導入⁶⁾が行われていた。これらの措置のうちセグメント情報の開示制度については、事業の種類別セグメント情報、親会社及び子会社の所在地別セグメント情報、並びに国外売上高を開示することとされ、平成2年4月1日以後に開始する事業年度（平成3年3月期決算会社）から適用されることとなった。

なお、昭和63年の証券取引法改正により発行開示手続の簡素化が図られたことを受け、従来、発行時審査を中心に行われてきた開示書類に係る行政審査は、平成元年9月から継続開示書類（有価証券報告書等）に重点を置いた新しい審査方法に移行した。すなわち発行開示書類の審査は原則として行われず、有価証券報告書等の継続開示書類を中心として別途選定した会社を対象に深度ある審査が実施されることとなった⁷⁾。

平成2年の証券取引法改正では、証券市場の透明性・公正性を一層確保する等の観点から、株券等の大量保有の状況に関する開示制度（いわゆる5%ルール）が導入され、上場会社等の株券等を発行済株式総数等の5%を超えて保有する者に対し大量保有報告書の提出が義務付けられた（本章第3節3参照）。また、5%ルールの導入と併せて、公開買付け制度については国際的調和を図る観点から全面的に見直すこととされ、公

開買付け対象の明確化、大蔵大臣への事前届出制の廃止等が行われた（本章第3節4参照）。これらはいずれも平成2年12月1日に施行された。

平成4年7月には、昭和63年の証券取引法の改正により導入された「発行登録制度」及び「参照方式」の利用適格要件の見直しが行われた⁸⁾（開示省令等の改正）。発行登録制度等の利用適格要件の緩和については、平成3年4月の証券取引審議会基本問題研究会ディスクロージャー小委員会報告書において、その検討を行うことが適当である旨指摘がなされていたところであった⁹⁾。具体的な見直しの内容は、①発行登録制度等の利用適格要件のうち直近1年間の時価総額等の数値基準について、短期的な株価変動の影響を除去するため直近3年間の平均値で見ようにする、②利用適格要件に「格付基準」を導入し、大蔵大臣が指定した格付機関の複数から一定以上の格付を取得している上場会社については、時価総額等の数値基準を満たさなくとも発行登録制度等を利用可能とする、というものであった。この見直しに係る改正省令は平成4年7月20日に施行されたが、同改正省令施行後1年間は、従来の時価総額等の基準を満たせば発行登録制度等を利用できるとする経過措置が置かれた。

このほか、開示内容の充実に関しては、平成2年5月29日の企業会計審議会意見書「先物・オプション取引等の会計基準に関する意見書等について」を受けて、市場性のある有価証券及び先物・オプション取引に係る時価情報の開示が平成3年3月期決算会社又は平成3年3月中間期決算会社から行われるようになった（本節3（1）参照）。また、日米構造協議で取り上げられた系列問題に係るディスクロージャーの問題に関して、関連当事者間取引の情報開示の充実等が平成3年4月1日以後開始する事業年度から実施された（本節2（3）参照）。

〔注〕

- 1) 「ディスクロージャー制度を巡る展望」『旬刊 商事法務』平成3年1月5日号 44-48ページ。
- 2) 直近の有価証券報告書等を届出書に綴じ込むことにより企業内容の記載に代える方式（『大蔵省証券局年報 昭和63年版』56ページ）。
- 3) 有価証券届出書において、企業情報を省略し、直近の継続開示書類を参照すべき旨記載するだけで足りるとする方式（『企業内容開示制度の見直し』『旬刊 商事法務』昭和63年6月5日号 9-17ページ）。
- 4) 有価証券の募集又は売出しを1回以上予定している発行者は、省令で定める発行予定期間（1年又は2年）における有価証券の発行予定額等を記載した発行登録書を提出することにより、発行の都度有価証券届出書を提出することを不要とする制度（『企業内容開示制度の見直し』『旬刊 商事法務』昭和63年6月5日号 9-17ページ）。
- 5) 当該事項に係る改正省令は昭和63年10月1日施行。
- 6) セグメント情報の開示制度は、企業会計審議会「セグメント情報の開示に関する意見書」（昭和63年5月26日）（『企業会計』（中央経済社）昭和63年7月号 27-28ページ）を踏

まえて措置された。

- 7) 「新しいディスクロージャー審査」『旬刊 商事法務』平成元年7月5日号 9-18ページ。「有価証券報告書等の受理時における重点審査の実施結果—平成元年六月提出の会社について—」『旬刊 商事法務』平成元年12月5日号 19-22ページ。「企業財務行政の動向について」『旬刊 商事法務』平成2年1月5日号 44-48ページ。
- 8) 「発行登録制度の利用適格要件の見直し—企業内容等の開示に関する省令等の一部を改正する省令（大蔵省令第五三号）の解説—」『旬刊 商事法務』平成4年7月25日号 12-15ページ。
- 9) 証券取引審議会基本問題研究会ディスクロージャー小委員会「ディスクロージャー制度の見直しについて」（平成3年4月26日）『大蔵省証券局年報 平成3年版』84-88ページ。

2 ディスクロージャー制度を巡る国際的な動き

（1）ディスクロージャー制度の国際的調和¹⁾

ディスクロージャー制度の国際的調和は、IOSCOを中心として進められた。IOSCOでは、第1作業部会（多国間売出し）において多国間公募に関するディスクロージャー制度についての検討が行われ、平成元年9月の第14回年次総会（於ベニス）の開催中に株式の多国間売出しに関する報告書が公表された。これを受け、証券の多国間公募の効率性を高める観点から、各国の発行・継続開示の調和ないし母国開示書類の相互受入れの二つの可能性の検討を行うことが決定された。その第一ステップとして各国の開示内容の比較等の作業が行われ、平成3年9月の第16回年次総会（於ワシントンD.C.）の際に、各国のディスクロージャーの比較を行った第1作業部会（多国間ディスクロージャー・会計基準作業部会）の報告書が公表された。

（2）会計・監査基準の国際的調和²⁾

会計基準を巡る国際的調和については、各国の公認会計士団体から構成される国際会計基準委員会（IASC：International Accounting Standards Committee）を中心に検討が行われ、IOSCOもこれを支援³⁾した。

IASCが公表してきた国際会計基準（IAS：International Accounting Standards）では、類似の取引・事象に関して複数の会計処理方法が定められ自由な選択が認められていたが、IASCは平成元年1月に「財務諸表の比較可能性」と題する公開草案を公表し、国際間の財務諸表の比較可能性を高めるため、既存のIASが会計処理の自由な選択を認めている29項目について、その選択肢を除去ないし狭める提案を行った⁴⁾。IASCはこの提案に対して各国関係団体から提出された意見を踏まえてさらに検討し、その結果を平成2年7月に「財務諸表の比較可能性に関する趣旨書」⁵⁾として公表し、自由な選択肢の除去等に係る具体的な方針を示した。IASCにおいては、この趣旨書の

方針に沿って、IASの各基準の改定を行うための検討が行われることとなった。

他方、監査基準の国際的調和に関しては、平成元年の第14回IOSCO年次総会（於ベニス）におけるディスクロージャー制度の調和に係る報告書（本節2（1）参照）を受け、国際監査基準を策定している国際会計士連盟（IFAC：International Federation of Accountants）とIOSCOが連携して検討を行ってきた。そして、平成4年の第17回IOSCO年次総会（於ロンドン）において、国際監査基準を各国の認める監査基準と選択的に受け入れられるとする「国際監査基準の是認に関する決議」が採択された⁶⁾。

（3）日米構造協議と系列問題に係るディスクロージャー⁷⁾

開示制度・会計基準を巡る国際的調和の動きとして、日米構造協議におけるいわゆる系列問題のディスクロージャーの議論がある⁸⁾。

平成元年9月から始まった日米構造協議において、米国側より、系列問題の是正策として、独占禁止法上の検討等と併せて、系列問題に係るディスクロージャーの改善を図るべきである旨の提案がなされ、平成2年6月の最終報告には、いわゆる5%ルールを導入や公開買付け制度の見直しに加えて、系列問題に係るディスクロージャーの改善措置として、①関連当事者間取引の情報開示の充実、②連結財務諸表の有価証券報告書等本体への組入れ、③セグメント情報の開示、④個別財務諸表における主要顧客別売上高の開示の四つの事項が盛り込まれた。

最終報告に盛り込まれたこれらの事項のうち、5%ルールを導入と公開買付け制度の見直しについては最終報告の時点で既に証券取引法改正がなされており、また、セグメント情報の開示についても平成2年4月1日以後開始する事業年度から実施されることとなっていた（本節1参照）ことから、新たに措置が必要となったのは関連当事者間取引の情報開示の充実等の3項目であった。これら3項目については、有価証券及び先物・オプション取引の時価情報の開示制度の導入（本節3（1）参照）と併せて、平成2年12月25日付で省令改正、通達改正・発出⁹⁾が行われ、平成3年4月1日以後開始する事業年度から実施されることとなった。

具体的な内容について付言すると、まず、関連当事者間取引の情報開示の充実については、情報の開示範囲を米国財務会計基準書と同様の基準によるものとされた。すなわち、開示対象となる関連当事者の範囲について、従来の支配株主（親会社等）、役員のほか、関連会社、主要株主、その他重要な関連当事者（財務・経営上、支配ないし重要な影響が認められる当事者）に拡大されるとともに、開示内容も、重要な取引について、関連当事者との関係、取引内容、取引金額、取引条件等の事項を開示することとされた¹⁰⁾。連結財務諸表の有価証券報告書等本体への組入れについては、有価証券報告書等の様式に「企業集団等の概況」欄を設け、その中で、連結財務諸表等の情報開示がなされることとなった¹¹⁾。個別財務諸表における主要顧客別売上高の開

示については、最近事業年度について単体ベースで全売上高の10%以上の売上高となる相手先別に、売上高及び全売上高に占める比率を2事業年度分について開示することとされた¹²⁾。

日米構造協議はその後フォローアップ会合が持たれ、平成3年5月に取りまとめられた「日米構造協議フォローアップ・第1回年次報告」にはセグメント情報の一層の充実を図ることが盛り込まれた。

〔注〕

- 1) 「第一四回IOSCO総会に出席して」『ファイナンス』平成元年12月号 43-47ページ。「第一五回IOSCO年次総会について」『旬刊 商事法務』平成2年12月15日号 18-22ページ。「第一六回IOSCO総会に出席して」『ファイナンス』平成3年11月号 70-75ページ。「ディスクロージャー制度をめぐる当面の課題」『旬刊 商事法務』平成4年1月5日号 56-59ページ。
- 2) 「ディスクロージャー制度をめぐる当面の課題」『旬刊 商事法務』平成5年1月5日号 52-54ページ。
- 3) ISOCOは、昭和62年9月にIASCの諮問グループに参加し、会計基準の国際的統一化のための第一歩としてIASCと共同で「財務諸表の比較可能性」プロジェクトを開始した。また、IOSCOは、昭和63年11月の第13回年次総会（於メルボルン）において、国際的なディスクロージャー制度の統合に対し積極的に取り組む方針を明らかにするとともに、相互に承認し得る国際会計基準作りを行うIASCの活動を支持する声明文を发出した（日本公認会計士協会「我が国のIFRSの取り組み」（第2章）日本公認会計士協会ウェブ・ページ <http://www.hp.jicpa.or.jp/ippan/ifrs/convergence/chapter02/index.html>）。
- 4) 徳永忠昭「会計基準の国際的統一化」『旬刊 商事法務』平成2年9月15日号 8-13ページ。
- 5) 「財務諸表の比較可能性に関する趣旨書」では、公開草案第32号（E32）において取り扱われた29項目のうち、21項目についてはE32から本質的な変更なしで国際会計基準に盛り込むこととされたが、本質的な変更が必要な3項目については再検討し、5項目については別途検討中の金融商品の会計処理の作業結果が出るまで保留することとされた（日本公認会計士協会「IAS E32「趣旨書」〔仮訳〕」『企業会計』（中央経済社）平成2年9月号 117-126ページ）。
- 6) 「IOSCO総会の概要」『旬刊 商事法務』平成4年12月15日号 2-8ページ。
- 7) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』50-56ページ。
- 8) 「ディスクロージャー制度をめぐる展望」『旬刊 商事法務』平成3年1月5日号 44-48ページ。「ディスクロージャー制度をめぐる当面の課題」『旬刊 商事法務』平成4年1月5日号 56-59ページ。「ディスクロージャー制度をめぐる当面の課題」『旬刊 商事法務』平成5年1月5日号 52-54ページ。
- 9) 「関連当事者との取引の開示に関する取扱通達について」『証券業報』平成3年1月号 87-91ページ。
- 10) 「日米構造協議と企業系列情報の開示〔上〕」『旬刊 商事法務』平成3年2月15日号 2-8ページ。開示対象となる関連当事者の判定基準、及び取引の重要性の判断基準等については、日本公認会計士協会が実務指針（日本公認会計士協会監査第一委員会「関連当事者との取引に係る情報の開示に関するガイドライン」（平成3年3月26日、監査第一委員会研究

報告第4号)、『旬刊 商事法務』平成3年4月5日号 38-48ページ)を作成している。

- 11) 関連当事者間取引の情報も、「企業集団等の概況」の一環として、同欄において開示されることとなった。
- 12) 「日米構造協議と企業系列情報の開示〔下〕」『旬刊 商事法務』平成3年2月25日号 19-26ページ。

3 企業会計審議会等における審議状況

企業会計審議会は、平成元年3月17日の総会において、同審議会の審議事項として①先物・オプション取引の会計処理、②監査基準・準則の見直しの2項目について審議することを決定した。

(1) 先物・オプション取引の会計処理

先物・オプション取引の会計処理については、昭和63年の証券取引法改正等を受けて先物・オプション取引が次々と導入される中で、先物・オプション取引に係る損益を実現主義の観点から、決済した時点で認識することに対し様々な問題が指摘されていた¹⁾。企業会計審議会は、第一部会及び第一部会小委員会等を設置して平成元年5月から審議を開始し、翌平成2年5月29日に、「先物・オプション取引等の会計基準に関する意見書等について」と題する報告書を取りまとめた。同報告書の第一部「先物・オプション取引等に係る時価情報の開示に関する意見書」では、取引所に上場されている先物・オプション取引及び市場性のある有価証券に係る時価情報等について、財務諸表等の注記事項として開示することが提言された。これを受けて、市場性のある有価証券及び先物・オプション取引に係る時価情報の開示を証券取引法上の制度として義務付けるため、同年12月25日付で省令改正²⁾及び通達発出³⁾等が行われた。これにより、平成3年3月期決算会社又は3月中間期決算会社から、時価情報の開示が行われるようになった⁴⁾。ただし、転換社債及び新株引受権付社債以外の債券の時価情報については、非上場債券に係る時価の合理的な算定方法等の実務上の検討期間が考慮され経過期間が設けられて適用時期が1年間延長され、平成4年3月期決算又は平成4年3月期中間決算から開示されることとなった⁵⁾。

また、同報告書の第二部「先物取引に係る会計処理に関する中間報告」は、実務で採用されている決済基準よりも、企業の実態の開示や会計基準の国際的調和の観点からは値洗基準が望ましいものの、値洗基準の採用にはなお検討を要する問題があることから、これまでの審議内容を踏まえた基本的な考え方を中間的に報告し、先物取引の会計処理における決済基準と値洗基準を設定する際の検討材料を提供する、ものとして取りまとめられた⁶⁾。

(2) 監査基準・準則の見直し⁷⁾

監査基準及び準則は、公認会計士が財務諸表の監査を行うに当たり遵守すべき規範として昭和25年に設定されたものである。昭和40年、昭和41年に全面的な改訂がなされて以降は実質的・全般的な見直しは行われていなかったが、企業規模の拡大、経営活動の複雑化・多様化・国際化のほか、監査基準等の国際的調和、会計上の不正に対する適切な措置等、監査規範の面においても新たな対応が求められるようになっていた。

こうした状況を踏まえ、企業会計審議会は、平成元年3月17日の総会において、監査基準・準則の見直し問題を審議事項として取り上げることを決定し、①当面の課題として、預金、貸付金等の財務諸表項目の監査手続を充実・強化するため、「監査実施準則」の一部改訂について審議を行い、②監査基準・準則の全般的見直しについては長期的課題として検討していくとした⁸⁾。

まず当面の課題としての「監査実施準則」の一部改訂については、昭和61年、昭和62年に発生した企業の役職者による財産上の不正行為（企業の財産の不正使用・着服等）に対し、昭和63年10月に日本公認会計士協会が、預金、手形債権等の不正行為が行われやすい財務諸表の項目について、預金先、保管先等への「確認」手続を原則として実施すべきとする報告書⁹⁾を取りまとめたことが契機となって行われたものであった¹⁰⁾。当時の「監査実施準則」では、監査人が預金先、保管先等へ直接確認するか否かについては選択的適用となっており義務付けられてはなかった。そこで、企業会計審議会は、「監査実施準則」を早急に改訂するために第三部会を設置してこの問題を審議し、平成元年5月11日に、現金預金等8項目に対する監査手続を充実・強化（「確認」手続の義務付け）することを内容とする報告書「監査実施準則の改訂について」を取りまとめた。これを受けて、通達が同月18日付で改正され¹¹⁾、同年12月31日以後終了する事業年度に係る監査証明から適用が義務付けられることとなった。

他方、監査基準・準則の全般的見直しという長期的課題については、まず日本公認会計士協会が中心となり問題点の整理を行い、その結果の報告を受けて平成2年9月から企業会計審議会第三部会において「監査基準」、「監査実施準則」及び「監査報告準則」の見直しについて審議が開始された。このうち「監査基準」と「監査報告準則」については翌年の平成3年5月31日に改訂の審議が終了し中間報告として公表され、残る「監査実施準則」についても同年12月26日に改訂の審議が終了し、先に中間報告として公表されていた「監査基準」及び「監査報告準則」と併せて公表された。

改訂事項は、監査実施に係る事項と監査報告に係る事項とに大別される。

まず監査実施に係る事項については、「監査基準」（一般基準・実施基準・報告基準の三つで構成）のうちの実施基準において、新たな内部統制の概念¹²⁾が導入されるとともに、監査人は、内部統制の状況を把握し、監査対象の重要性、監査上の危険性等を

十分に考慮して適切な監査計画を立て、この監査計画に基づいて組織的に監査を行わなければならないことが規定された。

「監査実施準則」は抜本的に見直され、「通常実施すべき監査手続」の「基本的」な諸要件を定めるものへと改められ¹³⁾、具体的な指針の設定については日本公認会計士協会に委ねられることとなった。また、企業の不正問題が続発する中で、公認会計士の監査機能に対する社会の期待が高まっていたことを受けて、不正問題への対応に関連する事項が「監査実施準則」に盛り込まれた。具体的には、監査計画の設定に当たり、監査人は財務諸表の重要な虚偽記載を看過してはならない旨が明記されるとともに、経営環境の適切な把握と評価の必要性等についても明記された。さらに、財務諸表の作成責任は経営者にある旨等を記載した経営者による確認書の入手が監査人に義務付けられた。この確認書の入手は、欧米では広く慣行化されていた手続であり、監査基準等の国際的調和の具体例となった¹⁴⁾。

次に、監査報告に係る事項については、監査人は意見形成に足る合理的基礎が得られないときは財務諸表に対する意見表明を差し控えなければならない旨の規定が「監査基準」のうちの報告基準にも置かれることとなった¹⁵⁾。また、「監査報告準則」の改訂により、企業が会計方針を変更した場合の変更理由について、監査人がその変更理由を正当と判断した場合であっても、そう判断した理由を監査報告書に記載することが求められるようになった。さらに、企業の状況に関する利害関係者の判断を誤らせないようにするため、監査人が特に必要と認める重要な事項（重要な偶発事象、後発事象等）を「特記事項」として監査報告書に記載する旨の規定が設けられた¹⁶⁾。

以上の監査基準等の改訂の趣旨及び内容を踏まえ、平成4年3月に財務諸表等の監査証明に関する省令等が改正され、平成4年4月1日以後開始される事業年度から、改訂後の監査基準等に基づく監査又は中間監査の実施が義務付けられた¹⁷⁾。

なお、この監査基準等の見直しにより日本公認会計士協会に具体的な指針の策定が委ねられることとなったことを受け、日本公認会計士協会は指針の策定を行うための監査基準委員会を設置し¹⁸⁾、平成4年10月以降、指針を公表した¹⁹⁾。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』では、先物・オプション取引に係る会計処理について、先物取引等がヘッジ目的で行われている場合であってもその損益が期末時点では認識されないため、その経済的実態が財務諸表に正しく反映されない等の問題が指摘されている。
- 2) 「財務諸表等の監査証明に関する省令等の一部を改正する省令」(平成2年大蔵省令第41号)。
- 3) 「市場性ある有価証券及び先物・オプション取引等の時価情報の開示について」『証券業報』平成3年1月号 92-96ページ。
- 4) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』353-354ページ。
- 5) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』22-23ページ、306-309ページ。

非上場債券の時価の合理的な算定方法等については、企業財務制度研究会に設置された「債券時価情報検討委員会」において検討がなされ、平成3年9月19日に報告書「非上場債券の時価情報の開示について」が取りまとめられた。この報告書を受け、同月27日付で先の証券局長通達（「市場性ある有価証券及び先物・オプション取引等の時価情報の開示について」）が改正され、時価情報の開示対象となる非上場債券の範囲（残存償還期間1年超の公募債）、時価評価の算定方法（債券の種類ごとに日本証券業協会が発表している「店頭標準気配銘柄」の利回りを用いて算定。）等が明確化された。なお、「店頭標準気配銘柄」は、証券不祥事を受けて平成3年12月に行われた債券流通市場に係る自主規制機関規則の整備の一環として、新たに「標準気配」として発表されることとなった。

- 6) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』390ページ。
- 7) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』355-356ページ。『大蔵省証券局年報 平成2年版』389-390ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』321-322ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』277-279ページ。
- 8) 『旬刊 商事法務』平成元年3月25日号 46ページ。
- 9) 日本公認会計士協会監査第一委員会「相対的に危険性の高い財務諸表項目の監査手続の充実強化について」（昭和63年10月4日、監査第一委員会報告第50号）。
- 10) 「監査実施準則の改訂について」『旬刊 商事法務』平成元年6月15日号 2-7ページ。
- 11) 「財務諸表等の監査証明に関する省令取扱通達」（蔵証第807号）をいう（「証券局長通達「財務諸表等の監査証明に関する省令取扱通達の一部改正について」」『証券業報』平成元年6月号 11-16ページ）。
- 12) 改訂前の「監査基準」（実施基準）では、「内部統制組織の信頼性の程度を勘案して、試査の範囲を合理的に決定しなければならない」とされていたが、これが「内部統制の状況を把握し、監査対象の重要性、監査上の危険性その他の諸要素を十分に考慮して、適用すべき監査手続、その実施時期及び試査の範囲を決定しなければならない」と改訂された。これにより、「内部統制」について吟味すべき事項の範囲が拡大されるとともに、内部統制に対する評価結果は試査範囲だけでなく監査計画全体の決定に関係することが明らかとなった（企業会計審議会「監査基準及び監査報告準則の改訂について（中間報告）」（平成3年5月31日）（『企業会計』（中央経済社）平成3年7月号 113-121ページ）。
- 13) 改訂前は、監査手続は「通常の監査手続」と「その他の監査手続」との二つに分類され、さらに「通常の監査手続」については、啓蒙的な観点から、予備調査の手続、取引記録の監査手続、財務諸表項目の監査手続が項目ごとに具体的に定められていた。
- 14) 村山徳五郎「監査基準・準則の改訂について」『旬刊 商事法務』平成4年2月15日号 2-31ページ。
- 15) 意見差控えに係る規定は「監査報告準則」には従前から置かれていたが、「監査基準」には置かれていなかった。
- 16) 改訂前は、次期以後の財務諸表に重要な影響を及ぼす事項（重要な後発事象）について、財務諸表に記載されていないものを「補足的説明事項」として監査報告書に補足して記載するとされていたが、改訂後の「特記事項」は、財務諸表等に記載すべきものは記載されていることを前提としながら、なおかつ監査人の判断において特に必要と認められる事項について記載するものとされた（村山徳五郎「監査基準・準則の改訂について」『旬刊 商事法務』平成4年2月15日号 2-31ページ）。
- 17) 「財務諸表等の監査証明に関する省令・同取扱通達の改正」『旬刊 商事法務』平成4年4

月5日号 5-10ページ。「ディスクロージャー制度を巡る当面の課題」『旬刊 商事法務』平成5年1月5日号 52-54ページ。

- 18) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』319-320ページ。
 19) 指針は、日本公認会計士協会「監査基準委員会報告第1号（中間報告）「分析の手続」」（平成4年10月1日）、「監査基準委員会報告第2号（中間報告）「特記事項」」（平成4年11月11日）、「監査基準委員会報告第3号（中間報告）「経営者による確認書」」（平成5年1月10日）である（『大蔵省証券局年報 平成5年版』293ページ）。

4 公認会計士法の改正¹⁾

公認会計士制度は、昭和23年に公認会計士法が制定されて以来、試験制度、監査法人制度等の面において幾多の改善がなされ、また、監査対象も拡大するなど、充実・発展してきた。日本経済・社会の拡大・発展に伴って、公認会計士の業務は著しく国際化、多様化、複雑化する一方で、公認会計士に対する社会的要請も高まり、公認会計士の人数面の確保と従来にも増して深い専門的知識、幅広い識見が必要とされるようになっていた。こうした社会的要請に応え、公認会計士の業務に多くの優秀な人材を確保するためには、昭和39年以来となる公認会計士試験制度の見直しが必要となった²⁾。

そこで、公認会計士審査会は、公認会計士試験制度の見直しについて検討を行うため、平成2年9月に公認会計士試験制度小委員会を設置して審議を行い、翌年の平成3年5月に中間報告を取りまとめた。中間報告においては、試験制度見直しに当たっての基本的考え方として、我が国経済、社会、教育制度に定着している試験制度の大幅な見直しは受験生等への影響が大きいため、その見直しに当たっては制度の安定性にも十分留意する必要がある、また、現行の試験の水準を維持することを基本とする旨が掲げられた。併せて、試験制度に係る改革試案として、①第一次試験に外国語を追加する³⁾、②第二次試験に短答式を導入し⁴⁾、(i)短答式試験の合格者が論文式試験を受験できる、(ii)短答式試験は例えば会計学4科目と商法について行う、③第二次試験の論文式試験に科目選択制を導入し、例えば必須科目5科目（会計学4科目と商法）と選択科目2科目（経営学、経済学に新たに民法を加え、その中から2科目を選択）について行う、④第三次試験の実施回数を年2回から年1回へ見直し、これに伴い筆記試験の免除回数を従来の4回から2回までとする⁵⁾、⑤第三次試験の受験要件であるインターン（実務補習⁶⁾1年、業務補助等⁷⁾2年）について、インターン期間3年は維持するが、従来認めていなかった実務補習と業務補助等の期間の重複を認める、⑥試験委員の法定制を改め、公認会計士審査会で決定できるようにする等が提言された。

同小委員会は、この試験制度の改革試案を公開して広く意見を徴し、その後、寄せ

られた意見を検討しつつ改革試案についてさらに審議を行ったところ、試験制度の見直しについては同試案に沿った改正を行うことが適当であるとの意見で一致し、平成3年12月にその旨の最終報告書を取りまとめ、公認会計士審査会に報告した。公認会計士審査会は同最終報告書を了承し、公認会計士審査会の報告書として大蔵大臣に提出した。これらの報告書を踏まえた「公認会計士法の一部を改正する法律案」は、平成4年3月13日に閣議決定、国会提出され、同年4月17日に参議院本会議で可決（参議院先議）、同月24日の衆議院本会議において可決し、「公認会計士法の一部を改正する法律」（平成4年法律第40号）として成立、5月6日に公布された。

同法では、公認会計士試験制度の改正が主たる内容とされ、併せて罰則規定の罰金額の引上げ等の所要の改正も行われた。試験制度の改正は公認会計士審査会報告書に沿った内容となっており、同法における改正で①第一次試験に外国語を追加⁸⁾、②第二次試験に短答式（会计学及び商法）を導入し、短答式試験に合格した者に論文式試験を実施、③第二次試験の論文式試験に科目選択制を導入（会计学4科目と商法は必須、経営学・経済学・民法から2科目を選択）、④第三次試験の実施回数（省令の改正）の見直し⁹⁾に伴う筆記試験免除機会の見直し（「4回の筆記試験」から（回数ではなく）「2年を経過する日までに行われる筆記試験」へ）、⑤インターンについて、実務補習と業務補助等の期間の重複を認める、⑥試験委員数の法定制を改め上限（15人以内）を廃止すること等が規定された。新たな試験制度は、周知期間、猶予期間や3年のインターン期間等が考慮され、平成7年に実施に移された¹⁰⁾。また同法では、罰則規定の罰金及び過料の上限について、現行の3万円、1万円がそれぞれ100万円、30万円へ引き上げられた。同法は平成4年9月1日に施行された。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』323-327ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』48-51ページ、281-282ページ。『大蔵省証券局年報 平成5年版』52-53ページ。「公認会計士法の一部を改正する法律について」『ファイナンス』平成4年7月号 28-31ページ。
- 2) 公認会計士審査会公認会計士試験制度小委員会『公認会計士試験制度の見直しについて（中間報告）』（平成3年5月16日）（水盛玉実『新しい公認会計士試験制度Q&A』（平成4年、財経詳報社）115-124ページ）。
- 3) 見直し前の現行制度では、国語、数学及び論文についての筆記試験。
- 4) 見直し前の現行制度では、会计学（簿記、財務諸表論、原価計算、監査論）、経営学、経済学及び商法の7科目についての筆記試験（論文式）。
- 5) 見直し前の制度では、財務に関する監査、分析、その他会計実務（税を含む。）及び論文について、筆記試験及び口述試験を各々年2回実施。口述試験は、筆記試験において各試験科目の満点の合計数（以下、「総点数」という。）の百分の五十七以上の成績を得た者に行われていた。筆記試験において総点数の百分の五十八以上の成績を得た者は、申請によりその後4回の筆記試験が免除されていた（官報（昭和39年6月30日第11262号）、官報

(昭和52年2月1日第15017号))。

- 6) 実務補習は、公認会計士となるに当たり必要な技能を習得させるため、大蔵大臣の指定した指導公認会計士の事務所又は大蔵大臣の認定した実務補習団体・実務補習機関において、大蔵大臣の認可した実務補習規程に基づき実施される (『大蔵省証券局年報 平成4年版』315ページ)。
- 7) 業務補助 (公認会計士又は監査法人が行う財務書類の監査証明業務の補助。) 又は実務従事 (国等の機関において会計に関する検査・監査を行うこと、国税に関する調査・検査の事務を直接担当すること、銀行等において貸付け等の事務を直接担当すること等に従事。) (『大蔵省証券局年報 平成4年版』316ページ)。
- 8) 第一次試験における外国語の追加については、公認会計士法の改正に基づき「公認会計士試験規則等の一部を改正する省令」(平成6年3月31日大蔵省令第33号)において「英語とする」と規定された。
- 9) 公認会計士試験の第三次試験の実施回数については、「公認会計士試験規則」(昭和二十五年公認会計士管理委員会規則第三号)の第十四条において「毎年一回」とされ、その後、昭和36年4月4日公布の「公認会計士試験規則の一部を改正する省令」(大蔵省令第19号)において「一回」を「二回」に改めるとされた。そして同改正法の施行後平成6年3月31日(公布)にはさらに、「公認会計士試験規則等の一部を改正する省令」(大蔵省令第33号)において「二回」を「一回」に改めるとされた。
- 10) ただし第三次試験については、法律改正前の第三次試験に合格した者(平成3年10月の合格者)に、3年のインターン期間終了(平成6年10月)後に旧制度による年2回の第三次試験を受験する機会を与えるため、平成7年に限り、旧制度の第1回試験(筆記4月、口述7月)を実施し、平成7年冬の第三次試験から新制度の試験を行うこととされた。

第8節 証券市場行政に係る国際協調¹⁾

証券市場の国際化が進展し国境を超えた証券取引が増大する中、また、日本の証券市場がニューヨーク、ロンドンと並ぶ世界の三大市場の一つとなり日本の資本市場に対する諸外国の関心が高まる中、外国の証券監督当局との情報交換、制度の調和や相互承認等、外国証券当局との協調がますます重要となっていた。大蔵省証券局は、昭和61年以降、米国の証券取引委員会（SEC: Securities and Exchange Commission）との間で定期協議を行ってきたほか、昭和63年には「証券監督者国際機構」（IOSCO）に加盟するなどしてきたが、平成元年度以降も引き続き国際協調に積極的に取り組んだ。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』36-47ページ。『大蔵省証券局年報 平成2年版』28-36ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』32-41ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』32-41ページ。『大蔵省証券局年報 平成5年版』36-46ページ。

1 証券監督者国際機構（IOSCO）

証券監督当局の国際機関であるIOSCOには、日本としては、昭和63年11月に大蔵省証券局が正式に加盟した。IOSCOには、証券取引の国際化に伴う規制上の問題を議論する場として専門委員会（Technical Committee）が設けられており、専門委員会の下に置かれた作業部会において、ディスクロージャー、流通市場規制、証券会社の自己資本規制等の諸問題について検討が行われていた。平成2年11月の第15回年次総会（於サンチャゴ）の際に開催された専門委員会では、各国の証券規制の調和や政策の協調を一層積極化していくうえでその中核となる専門委員会の見直しが行われ、その一環として、作業部会が第1作業部会（多国間ディスクロージャー・会計基準作業部会）、第2作業部会（流通市場規制作業部会）、第3作業部会（市場仲介者に関する規制作業部会）、第4作業部会（法務執行と情報交換に関する作業部会）の四つに再編された。日本（証券局）は、このうちの第2作業部会の議長に選ばれた。これは当時、東京証券市場が世界最大の市場となっていたことに加え、派生市場が現物市場を不安定化させていたことに対する日本の政策実績が国際的に評価されたこと等が背景にあった¹⁾。

日本が議長を務めた第2作業部会（流通市場規制作業部会）では、①現物市場と先物市場の協調、②スクリーン・ベース・トレーディング、③透明性の三つのテーマが

議題であった。第一点目の現物市場と先物市場の協調については、平成4年1月に株価指数を基礎とする派生商品の商品設計において証券監督者や取引所が留意すべき点に関する合意²⁾が取りまとめられ、同年5月には市場暴落時における現物・先物両市場の協調的管理の必要性を確認する合意³⁾が取りまとめられた⁴⁾。第二点目のスクリーン・ベース・トレーディングについては、非自主規制機関が運営し、クロス・ボーダーで取引が行われる電子取引システム（米国を中心に稼働していた。）について、不公正取引の防止のための法的枠組みや自主規制ルール等を導入することや、関係当局間での情報交換を行い協調していくことの重要性等について議論がなされた⁵⁾。また、第三点目の透明性については、市場における価格、取引量といった情報をどのタイミングでディスクロージャーするかという問題であるが、株式市場の構造や透明性に対する考え方が国によって異なることもあって意見の隔たりが大きく、まずは各国市場の透明性に関する共通点、相違点を十分に分析したうえで、国際的にどのような共通の基準を作ることができるかについて議論が行われた⁶⁾。

他のIOSCOの活動としては、前節で見たとおり、第1作業部会（多国間ディスクロージャー・会計基準作業部会）において、ディスクロージャー制度の国際的調和に向けた作業として各国のディスクロージャーの比較を行った報告書が取りまとめられたほか、会計・監査基準の国際的調和についてもIASCやIFACと連携して取組みが行われていた。

また、第3作業部会（市場仲介者に関する規制作業部会）では、証券会社の自己資本規制について検討が行われた。証券会社の自己資本規制⁷⁾については、平成元年9月の第14回IOSCO年次総会（於ベニス）の際に、自己資本規制の在り方についての概念的フレームワークを示した作業部会⁸⁾報告書⁹⁾が公表され、平成3年9月の第16回IOSCO年次総会（於ワシントンD.C.）の際には、専門委員会において、銀行と証券会社の証券業務に関する自己資本規制の最小限の共通基準について大筋で合意され、IOSCOとしてバーゼル委員会（銀行の行う証券業務に関するリスクに対する自己資本規制について議論していた。）との合同会合の開催を受け入れることとされた¹⁰⁾。

このほか、IOSCOでは、各国証券規制当局間の情報交換に関し、平成元年に外国証券規制当局に対する「協力のための決議」が採択され（本章第2節2参照）、平成3年には証券監督当局者間の情報交換覚書（MOU）を締結していくに当たって考慮すべき10の原則（「覚書のための十原則」）が採択された。また、仲介業者に係る行為規範原則が平成2年に採択された（本章第3節5参照）。

〔注〕

- 1) 「第15回IOSCO年次総会について」『旬刊 商事法務』平成2年12月15日号 18-22ページ。
なお、日本における派生市場と現物市場の整合的管理・運営については本章第5節4（2）

を参照されたい。

- 2) 「株価指数を基礎とする派生商品の商品設計（仮訳）」『旬刊 商事法務』平成4年12月25日号 24-25ページ。
- 3) 「市場暴落への対応策（仮訳）」『旬刊 商事法務』平成4年12月15日号 5-8ページ。
- 4) 「証券市場をめぐる諸問題と行政」『証券業報』平成4年9月号 31-49ページ。
これらの合意内容は、平成4年7月の専門委員会での合意を経て、同年10月の第17回年次総会（於ロンドン）の際に作業部会の報告書として公表された。
- 5) 「第16回IOSCO総会に出席して」『ファイナンス』平成3年11月号 70-75ページ。「IOSCO 流通市場部会の概要」『旬刊 商事法務』平成4年7月5日号 13-16ページ。
- 6) 「IOSCO流通市場部会の概要」『旬刊 商事法務』平成4年7月5日号 13-16ページ。「IOSCO（証券監督者国際機構）の総会を終えて—流通市場部会の議論を中心に—」『月刊 資本市場』平成4年12月号 57-62ページ。
- 7) 我が国における証券会社の自己資本規制については、本巻「証券行政」第1章を参照されたい。
- 8) 平成元年の年次総会当時は、第3作業部会のテーマは「自己資本規制の統一」であり、そこで議論されていた（「第14回IOSCO総会に出席して」『ファイナンス』平成元年12月号 43-47ページ）。
- 9) 報告書は、証券会社のリスクをポジションリスク、取引先リスク、その他の基礎リスクの三つに分類し、それぞれのリスクをカバーするのに十分な自己資本の保有を義務付けるべきであるとの内容となっており、これは日本で導入予定の自己資本規制と同様の考え方に基づいていた（『大蔵省証券局年報 平成2年版』31ページ）。
- 10) 「第16回IOSCO総会に出席して」『ファイナンス』平成3年11月号 70-75ページ。

2 SECとの定期協議

米国のSECと日本の大蔵省証券局との定期協議は昭和61年に始まり、平成元年以降は概ね1年に1回のペースで開催された。平成元年1月11～12日にワシントンD.C.で開催された第3回会合では、①両国の証券諸法に係る改正等の動向、②両国のディスクロージャー制度の改正及び国際会計基準・監査基準の統一の問題、③証券会社の財務情報の交換及び証券会社の自己資本規制に係るIOSCOでの作業促進、④昭和61年に締結した情報交換の覚書（ワーキング・グループの設置に合意）、⑤市場の危機に対する緊急対策の進展（市場緊急時の緊急連絡のための連絡リストを交換）、等について意見交換が行われた¹⁾。

第4回会合は平成2年1月18日に東京（大蔵省）で開催され、①平成元年10月13日のマーケット・ブレイク等（市場緊急時の連絡体制の更新等）、②米国における証券諸法に係る改正等の動向、③証券取引審議会における審議状況、④投資信託の相互販売、⑤証券会社の自己資本規制、⑥EC（European Communities: 欧州共同体）の相互主義条項、⑦覚書の改定等について取り上げられた²⁾。

平成3年1月7日に開催された第5回会合³⁾（於ワシントンD.C.）では、①覚書の改定作業状況、②IOSCOに関する事項（自己資本規制、証券会社の行為規範）、③現物・派生市場間の相互作用の問題、④両国の金融制度改革等について話し合われた。また、日本側からは日本の会計基準で作成された財務諸表の米国における受入れ促進等について、米国側からは日本の投資信託業務への米国企業の参入等について、質問や提案がなされた。

平成4年4月15日には、第6回会合⁴⁾が東京（大蔵省）で開催された。会合では、日米の株式・債券市場の動向について説明されるとともに、現物・派生市場の市場監視、市場管理の分野で今後とも協調関係を維持していくこと等が確認された。また、ディスクロージャーの相互受入れについて、日米の会計基準の相違についての作業の進捗状況を確認し、努力を継続していくことで合意した。このほか、情報交換覚書の作業状況、IOSCO・パーゼル委員会における自己資本規制の議論・作業状況、両国の金融制度改革等について意見交換が行われた。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』36-38ページ。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』29ページ。「第四回証券局・SEC定期会合の概要」『旬刊 商事法務』平成2年2月25日号 12-16ページ。
- 3) 以下、第5回会合については、『大蔵省証券局年報 平成3年版』34-35ページ、「第五回証券局・SEC定期会合の概要」『旬刊 商事法務』平成3年2月15日号 9-14ページによる。
- 4) 以下、第6回会合については、『大蔵省証券局年報 平成4年版』34-35ページ、「SECとの第六回定期協議の概要」『旬刊 商事法務』平成4年6月5日号 16-19ページによる。

3 日米英証券監督者三極会合

日米英証券監督者三極会合は、世界最大の証券市場を有する三国の証券監督者（日本：大蔵省証券局、米国：SEC、英国：貿易産業省（DTI）及び証券投資委員会（SIB））が関心を有する分野について意見交換を行うために、平成2年9月18～19日に米国ワシントンD.C.郊外において初めて開催された。会合では、①銀行の証券業務への参入と証券会社の銀行業務への参入、②多国籍証券会社の監督、③証券取引に係る決済・支払制度、④ソフト・コミッション、⑤相互承認、⑥ディスクロージャーの調和が議題として取り上げられた。また、各国の証券市場の動向についても議論が行われ、株式市場の安定を損なうような影響を回避するためには現物株式市場とその派生市場との間のバランスを維持する必要があること、また、派生市場の過度のレバレッジは極端な価格変動を頻繁に引き起こすなど証券市場の安定を損ない得ることについて意見の一致が見られた¹⁾。

第2回会合は平成3年7月17～18日に英国ロンドン郊外において開催された。議論の結果、競争、公開性及び適切なディスクロージャーが市場の信頼性の確保及び投資家の信頼の獲得のために重要であること、現物市場と派生市場間での情報交換の必要性がますます増大しており、取引所間及び規制当局間での市場監視情報の交換について可能な限り努力すること等について合意された²⁾。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』36-37ページ。「日・米・英の証券監督者三極会議を終えて」『旬刊 商事法務』平成2年10月5日号 76-79ページ。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』36ページ。「IOSCO専門委員会と三極証券監督者会合」『旬刊 商事法務』平成3年9月5日号 2-5ページ。

4 金融協議¹⁾

日本の金融・資本市場に対する諸外国の関心の高まりを反映し、G7（Group of seven: 先進7か国）各国、EC、スウェーデンとの間で金融協議の場が設置され、それぞれ回が重ねられた。

米国との間では、昭和59年5月に公表された「日米共同円・ドル・レート、金融・資本市場問題特別会合作業部会報告書」（いわゆる円・ドル委員会報告書）のフォローアップ会合が昭和63年までに6回開催されていたが、同フォローアップ会合は、平成元年に「日米金融市場ワーキング・グループ」に改称されたうえで平成3年までに4回開催²⁾された。平成元年から平成3年までの会合で議論となった事項のうち証券局関連のものは、新しい金融商品の日本への持込み、投資顧問会社の年金基金運用への参加、投資信託委託業務への外国企業の参加、金融・証券取引制度改革等であった。

英国との間では、昭和59年以來、日英金融協議が行われており、平成元年度から平成3年度の間にも4回開催³⁾された。会合では、東京証券取引所会員権問題、投資信託への参入、日本における年金基金の運用、金融・証券取引制度改革等が議論された。また、この間、フランス、ドイツ、イタリア、カナダとの間でも金融協議が行われた。さらに、平成3年5月には、スウェーデンとの金融協議が初めて開催された。

EC委員会との間では、昭和61年以來非公式な意見交換として行われていたが、平成2年4月の第5回非公式金融協議を最後に、平成3年5月の第6回会合から公式な金融協議として行われることとなった。これらの会合では、日本の金融・資本市場の自由化、ECの証券業務指令案（特に相互主義条項）等について議論が行われた。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』38-47ページ。『大蔵省証券局年報 平成2年版』31-36ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』37-41ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』37-41ページ。『大蔵省証券局年報 平成5年版』40-46ページ。
- 2) 第1回会合：平成元年11月8日（於ワシントンD.C.）、第2回会合：平成2年5月21～22日（於東京）、第3回会合：平成3年1月29日（於ワシントンD.C.）、第4回会合：平成3年10月17日（於東京）。
- 3) 第9回会合：平成元年11月16日（於東京）、第10回会合：平成2年6月7日（於ロンドン）、第11回会合：平成3年3月26日（於東京）、第12回会合：平成4年1月21日（於ロンドン）。

第9節 証券関係税制

1 有価証券譲渡益課税関係¹⁾

本章期間中の証券関係税制の改正のうち特筆すべきこととしては、まず、株式等の有価証券譲渡益について原則非課税から原則課税へと抜本的に改められたことが挙げられよう。有価証券譲渡益の課税について、当時、「証券市場の活況等を反映し、現行の有価証券譲渡益の原則非課税制度が不公平な税制の象徴として取り上げられ、その是正を求める声が極めて強い」²⁾との指摘がなされていた。そこで、昭和63年12月の税制改正により、平成元年4月1日以後の株式等の譲渡益についてはすべて課税（公社債等（転換社債等を除く。）は従来どおり非課税。）されることとなり、具体的な課税方式については、申告分離課税を原則としつつも、上場株式等の譲渡による所得については源泉分離課税を選択することが認められた。

原則的な課税方式である申告分離課税においては、株式等（転換社債等を含む。）について、確定申告を通じて、その譲渡益に対し所得税20%、個人住民税6%の税率により、他の所得と分離して課税されることとなった。ただし、公開（上場又は店頭登録）の時点で所有期間が3年を超える株式を公開後1年以内に譲渡する場合は、いわゆる創業者利益への配慮から、譲渡益の2分の1相当額に対して課税するとされた（所有期間が3年以下の株式（いわゆる売抜け）の場合には原則どおり譲渡益の全額に対して課税。）。株式等の譲渡により生じた損失について、その他の所得との通算や、翌年への繰越しは認められなかった。

一方、上場株式等（店頭登録銘柄を含む）の譲渡については、源泉分離課税の選択が認められ³⁾、その場合は、譲渡代金の5%相当額（転換社債等は2.5%相当額）を譲渡所得とみなし、20%の所得税率により、源泉徴収を通じて、他の所得と分離して課税されることとなった。源泉分離課税の対象となる上場株式等の範囲は、その後の税制改正により順次拡大され、平成元年度税制改正では店頭転換社債、店頭管理銘柄等が、平成2年度税制改正では上場会社の発行する単位未満株式を買取請求権を行使して発行法人に譲渡する場合は、平成4年度税制改正では端株⁴⁾を買取請求権を行使して発行法人に譲渡する場合はそれぞれ追加された。なお、昭和63年12月の制度創設時点では、公開前に取得した株式を公開後1年以内に譲渡する場合には源泉分離課税を選択することは認められず、申告分離課税の対象とされたが、その後株式公開ルールが見直された（本章第3節2参照）ことを踏まえ、平成元年度税制改正により、株式公開に際し取得した株式については公開後1年以内に譲渡する場合でも源泉分離課税

の適用対象とすることとされた。

また、昭和63年12月の改正法（「所得税法等の一部を改正する法律」（昭和63年法律第109号））附則第81条には、株式等譲渡益課税の在り方について、「納税者番号制度の導入問題等所得把握の環境整備の状況、最高税率の水準を含む税率構造全体の在り方及び適切な源泉徴収制度との関連に配慮しつつ、総合課税への移行問題を含め、所得税法等の一部を改正する法律（昭和六十二年法律第九十六号）附則第五十一条の規定に基づく利子所得に対する所得税の課税の在り方の見直し〔同法施行から5年後〕と併せて見直しを行うものとする」との見直し条項が規定された。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』72-83ページ、同94-95ページ。『大蔵省証券局年報 平成2年版』77-80ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』52-53ページ。「税制改革の概要」『ファイナンス』平成元年2月号 17-64ページ。『昭和63年度版 改正税法のすべて』（平成元年、大蔵財務協会）320-340ページ。『平成元年度版 改正税法のすべて』（平成元年、大蔵財務協会）45-48ページ。『改正税法のすべて』（平成2年、大蔵財務協会）44-46ページ。『改正税法のすべて』（平成4年、大蔵財務協会）74-75ページ。
- 2) 政府税制調査会「税制改正についての中間答申」（昭和63年4月）日本租税研究協会ウェブ・ページ http://www.soken.or.jp/p_document/zeiseishousakai_pdf/s6304_zeiseikaikaku tyukantousin.pdf。
- 3) 未公開株式を譲渡した場合や、市場を通さず相対取引で譲渡した場合などには、源泉分離課税の選択は認められないとされた。
- 4) 端株を買取請求権を行使して発行人に譲渡する場合の有価証券取引税の特別徴収制度については、後述のとおり、平成3年度税制改正で措置済みであった。

2 有価証券取引税・取引所税関係¹⁾

有価証券取引税については、有価証券譲渡益課税（昭和63年12月の改正で原則課税化。）が投資家の行動や証券市場に及ぼす影響、及び証券市場の国際化への配慮といった観点から、昭和63年12月の税制改正において、株券、株式投資信託の受益証券等に係る税率が引き下げられたほか、転換社債・新株引受権付社債に係る税率も引き下げられた（公社債、公社債投資信託の受益証券等に係る税率は据え置かれた。）。これらの引下げ措置は、平成元年4月1日以後に行われる有価証券の譲渡に対する有価証券取引税から適用された。

平成2年度税制改正では、本節1で述べたとおり、単位未満株式を買取請求権により発行人へ譲渡する場合の有価証券譲渡益課税についても源泉分離課税が選択できるようになることに伴い、単位未満株式に係る有価証券取引税についても、納付方法の簡素化等の見地から、発行会社の特別徴収による納付方法に改められた。平成3年

度税制改正では、端株についても同様に、有価証券取引税の納付方法が発行会社による特別徴収へと変更された。

次に、取引所税法については、平成2年度税制改正の一環として全部改正が行われた。取引所税は、沿革的に、取引所における売買取引のうち、差金の授受によって決済し得る先物取引に対し、その背後に担税力を推定して課税されるものであり、有価証券取引税等とともに流通税として租税体系の一翼を担っていた。改正前の取引所税法は、大正3年に制定されたいわゆるカタカナ法律である。これは、取引所特別税（会員組織以外の取引所に対し課税。）と取引税の二つの税目から成っていたが、取引所特別税は第二次世界大戦後には課税対象がなく、また、取引税についても、その課税対象は有価証券又は商品の現物先物取引のみにとどまっており、国税では唯一、賦課課税方式が採用されていた。

既に述べたとおり、昭和63年の証券取引法改正及び金融証券先物法制定により指数等の先物取引やオプション取引が導入されることとなったが、これらの取引は改正前の取引所税法では課税対象外となっていた。そこで、これらの取引に対する取引所税の税率水準等について、平成元年度税制改正で決定することとされた²⁾。しかしながら、検討の結果、負担の公平性確保のためこれらの取引に取引所税を課すこととするものの、金融先物市場が開設されていないこと等にかんがみ、「平成2年度税制改正において、取引所税を課税する。その際、課税開始は平成2年度中とする」³⁾ こととなり、平成元年度税制改正での取引所税法改正は見送られた。

こうした経緯を経て、平成2年度税制改正において、取引所税法が全部改正され、取引所税の課税対象となっていた有価証券及び商品の先物取引を含む取引所における先物取引及びオプション取引はすべて課税対象となった。すなわち、先物取引については、有価証券指数等先物取引、金融指標先物取引及び通貨等先物取引が課税対象に加わり、契約金額又は取引金額を課税標準として1万分の0.1の税率により課税され、また、オプション取引については、オプション料に対し1万分の1の税率で課税されることとなった。併せて、全部改正前の取引所税法において既に取引所税の課税対象となっていた有価証券及び商品の先物取引について、税率の引下げ（1万分の1から、1万分の0.1へ）が行われた。

取引所税の納税方法の見直しも行われた。従前の取引所税法では、取引所の会員を納税義務者とし、納税すべき税額を税務署長が決定する賦課課税方式がとられていたが、この方式がとられていた国税は取引所税のみであったことから、全部改正後は、取引所の会員を納税義務者としつつ、取引所を特別徴収義務者とする特別徴収方式へと変更された。また、取引所特別税の規定は削除された。

以上の改正は平成2年10月1日から実施されたが、先物取引のうち、①米ドル短期金利先物取引、日本円・米ドル通貨先物取引及び米ドル・日本円通貨先物取引につい

ては、平成4年9月30日まで取引所税の課税を延期する、②日本円短期金利先物取引については、平成4年9月30日までその税率を1万分の0.01とする、との2年間の経過措置が講じられた。これらの経過措置の取扱いについては平成4年度税制改正の際に再度検討がなされ、米ドル短期金利先物取引及び米ドル・日本円通貨先物取引の非課税措置⁴⁾、並びに日本円短期金利先物取引の軽減措置が、それぞれ平成7年3月31日まで2年半延長された。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』84-86ページ。『大蔵省証券局年報 平成2年版』66-76ページ。『大蔵省証券局年報 平成3年版』63-64ページ。「税制改革の概要」『ファイナンス』平成元年2月号 17-64ページ。「平成元年度税制改正の要綱」について『ファイナンス』平成元年3月号 27-31ページ。「平成二年度税制改正の要綱」について『ファイナンス』平成2年3月号 20-25ページ。『昭和63年度版 改正税法のすべて』（平成元年、大蔵財務協会）473-476ページ、499-501ページ。『改正税法のすべて』（平成2年、大蔵財務協会）181-203ページ。『改正税法のすべて』（平成3年、大蔵財務協会）352-353ページ。『改正税法のすべて』（平成4年、大蔵財務協会）291-292ページ。「平成4年度税制改正の要綱」（平成4年1月10日閣議決定）（『証券業報』平成4年2月号 55-67ページ）。
- 2) 「税制改正要綱」（昭和63年6月28日閣議決定）（『証券業報』昭和63年7月号 40-54ページ）。
- 3) 「平成元年度税制改正の要綱」（平成元年1月27日閣議決定）（『証券業報』平成元年2月号 26-32ページ）。
- 4) 日本円・米ドル通貨先物取引の非課税措置は平成4年9月30日をもって廃止され、同取引には取引所税法の本則が適用されることとなった（『月刊 資本市場』平成4年2月号 130ページ）。

3 配当に関する法人課税関係¹⁾

昭和63年12月の税制改正では、法人税の基本税率の引下げ²⁾と併せて配当軽減制度が廃止された。配当軽減制度は、法人と個人との間での二重課税を調整するために設けられていたもので、配当等に充てた所得に対する法人税を約4分の1軽減するというものであった（例えば、普通法人に対する配当軽減税率（昭和63年度）は32%）。しかしながら、法人及び個人株主双方の段階で調整を行っている現行の法人税・所得税の負担調整に関する仕組みは複雑であり、これを簡明化する必要があること、しかしながら法人段階での調整には税の中立性・公平性の観点から問題があることから、負担調整の方式としては、配当軽減制度を廃止し、配当税額控除による個人段階での調整に委ねることとされた。配当軽減制度の廃止は、平成元年4月1日以後に開始する事業年度から適用するとされたが、平成元年4月1日から平成2年3月31日までに開始する事業年度については経過措置が設けられ（普通法人に対する配当軽減税率35%

等。)、実質的に配当軽減税率が適用されなくなり法人税率が一本化されるのは平成2年4月1日以後に開始する事業年度からとなった。

また、配当軽減制度の廃止に伴い、法人の受けた配当等の益金不算入制度の特例措置が廃止された。法人株主の受取配当については、配当を支払う法人段階と配当を受け取る株主段階とを通じて税負担の調整を行う仕組みとして、「受取配当益金不算入制度」が設けられており、法人の受けた配当等は各事業年度の所得金額の計算上益金の額に原則として算入しない取扱いであった。しかしながら、この特例措置として、内国法人が各事業年度において受けた受取配当等の益金不算入額が、所得等から行った配当等の金額を超える場合には、その超える金額の25%相当額を益金の額に算入することとされていた。この特例は、配当軽減税率の廃止に伴い併せて廃止されることとなったが、配当軽減税率と同様に、平成元年4月1日から平成2年3月31日までに開始する事業年度の受取配当については経過措置（12.5%相当額を益金算入。）が設けられた。

受取配当益金不算入制度も見直され、親子会社間のような企業支配的な関係を有しない法人の株式等に係る配当については益金不算入割合を圧縮することとされた。具体的には、特定株式等（株式等の保有割合が25%以上のもの。）以外の株式等に係る配当については、平成元年度、平成2年度の2年間で益金不算入割合が80%まで引き下げられることとなった。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』86-90ページ。「税制改革の概要」『ファイナンス』平成元年2月号 17-64ページ。『昭和63年度版 改正税法のすべて』（平成元年、大蔵財務協会）352-356ページ、361-363ページ。
- 2) 法人税の基本税率（普通法人の場合）は42%から平成元年度に40%へ、平成2年度に37.5%へ引き下げられることとされた。

4 その他

昭和63年12月の税制改正により導入された消費税については、有価証券等の譲渡、利子を対価とする資産の貸付け等は非課税とされ、証券関係手数料（委託手数料、引受売出し手数料、投資顧問料等）は課税対象となった¹⁾。

平成元年度税制改正では、平成元年4月1日から従来の販売機関に加え損害保険会社も公債の窓口販売を行うこととされていたことから、老人等の少額公債利子非課税制度の対象となる公債の販売機関の営業所等の範囲に損害保険会社を加えられた²⁾。

また平成元年度税制改正では、民間国外債の利子・発行差金の非課税制度（内国法

人が所得税法の施行地域以外の地域において発行した債券で、償還期間が4年以上のものについては、非居住者・外国法人に対して払う利子を非課税とする特例措置。)について、その適用期限が平成元年3月31日までとなっていたところ、制度内容はそのまま、適用期限が平成3年3月31日まで2年間延長された³⁾。この特例措置は、平成3年度税制改正においてさらに2年間(平成5年3月31日まで)延長された⁴⁾。

平成2年度税制改正では、CPに対する印紙税の税率軽減措置も講じられた。改正前はCPには通常の約束手形と同じ階級定率税率が適用されていた。この下では、CPの発行期間が短期間になるほど印紙税が割高となるため、発行期間1月未満のCPがあまり発行されてこなかったという問題があった。このような状況を踏まえ、短期金融市場の育成・拡充を図るという政策的観点から、CPに係る印紙税が1通につき5000円の定額税率に改められた⁵⁾(本章第5節1(4)参照)。

平成3年度税制改正においては、商法改正(平成3年4月1日施行)により株式会社に最低資本金制度(1000万円)が導入されたことに伴い、利益等の資本組入れに係るみなし配当を非課税とする特例措置が創設された。通常は、法人が利益等を資本に組み入れた場合には、株主に対する利益の配当等とみなされて、配当所得として課税されることとなっていた。同改正においては、最低資本金に満たない株式会社が、平成3年4月1日から平成8年3月31日まで(最低資本金制度が適用されるまでの猶予期間)の間に利益等の資本組入れを行った場合には、資本に組み入れた金額のうち最低資本金1000万円に達するまでの部分に相当する金額に係るみなし配当所得については、所得税を課さないこととされた⁶⁾。

平成4年度税制改正では、円の国際化等の観点から、短期金融市場に対する外国の金融機関・機関投資家の参入を一層容易にするため、外国法人が、平成4年4月1日以後に発行される割引債である短期国債のうち一定の条件を満たすものについて支払を受ける償還差益については、所得税及び法人税が課されないこととなり、発行時に源泉徴収された所得税額が償還時に還付される制度が導入されることとなった⁷⁾。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』90-94ページ。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』95-96ページ。『平成元年版 改正税法のすべて』(平成元年、大蔵財務協会)48-49ページ。
- 3) 『大蔵省証券局年報 平成元年版』96ページ。『平成元年度版 改正税法のすべて』(平成元年、大蔵財務協会)48-49ページ。
- 4) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』63ページ。
- 5) 『大蔵省証券局年報 平成2年版』76-77ページ。『改正税法のすべて』(平成2年、大蔵財務協会)204-206ページ。平成2年度税制改正では、証券会社が証券取引責任準備金を積み立てた場合に損金算入を認める特例制度が2年間(平成4年3月31日まで)延長された。

この特例措置は、平成4年度税制改正においてさらに2年間（平成6年3月31日まで）延長された（『大蔵省証券局年報 平成2年版』80ページ。『大蔵省証券局年報 平成4年版』53ページ）。

- 6) 『大蔵省証券局年報 平成3年版』59-63ページ。『改正税法のすべて』（平成3年、大蔵財務協会）145-150ページ。
- 7) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』53-55ページ。『改正税法のすべて』（平成4年、大蔵財務協会）81-84ページ。

第2章 平成4年8月～平成8年10月¹⁾

第1節 証券市場の動向

1 株式市場の動向

(1) 流通市場の動向

平成4年8月は、前月以前から続く、企業業績の悪化懸念、金融機関の不良債権問題等先行きに対する不安感から、株式市況は軟調に推移し、8月18日には株価（日経平均株価）は1万4309.41円と平成2年以降の株価下落局面における最安値を記録した。しかし、同日引け後に大蔵省から公表された「金融行政の当面の運営方針」や8月28日の政府の「総合経済対策」が株式市場では好感され、9月10日には株価は1万8908.47円にまで上昇した。その後、急激な株価の上昇に対する警戒感、急激な円高への懸念等から株価は軟調に推移し、押し目買い等から1万7千円台前半でこう着したものの水準を徐々に下げ、11月17日には1万5993.48円にまで下落した。ただ、翌11月18日に補正予算の成立のめどがついたこともあり、以後6日続伸を記録し、その後も年末にかけ概ね1万7千円台で推移した。年明け以降は、需給関係の悪化が懸念されるなどして軟調に推移したが、平成5年3月に入ると、平成5年度予算の衆議院通過（3月6日）を契機に、追加の景気対策への期待が高まる中、ニューヨークやロンドンの株式市場で史上最高値を更新したことなどを受け、株価は一時1万9千円台を記録するなど急伸に転じた。²⁾

平成5年度の株式市況は、5月上旬まで追加の景気対策への期待や国外の株式市況等を受け上昇した前年度末の流れが続き、株価は2万円台で堅調に推移した。5月中旬以降は高値警戒感等から弱含み、その後は円高の進行や衆議院解散による政局の先行き不透明感から2万円を割り込み軟調に推移した。6月下旬になると、政局の先行き不透明感は依然として強くあったものの、押し目買いが先行し反発商状となって底堅く推移した。8月中旬から9月上旬にかけては、追加の景気対策への期待感が高まったことや短期金利が低下したことから引き続き堅調に推移したものの、9月中旬以降、円高の進行や冷夏・長雨の景気への影響に対する懸念などから軟調となり、10

月下旬には2万円台を割り込み、11月末にかけて1万6千円台にまで大幅に下落した。12月に入ると、押し目買いが入り概ね反発商状となったが、株価は値動きの荒い展開となった。平成6年年初は、政治改革法案の審議再開を受け、追加の景気対策への期待が高まったこと等から株式相場は堅調に始まり、1月31日には約3か月ぶりに2万円台を回復した。2月に入ると、利益確定売りが先行して下落に転じ、2月8日に過去最大規模の「総合経済対策」が公表されたものの、急速に円高が進行したことから軟調に推移し、一時1万9千円台を割り込んだ。2月下旬以降は、円相場の落ち着きや景気回復期待等を背景に堅調さを取り戻し2万円台に回復したが、3月中旬以降はニューヨーク株式相場が下落する中、事業法人の決算対策での売りが活発になったことなどから再び株価は下落に転じ、3月31日には1万9111.92円にまで下落した。³⁾

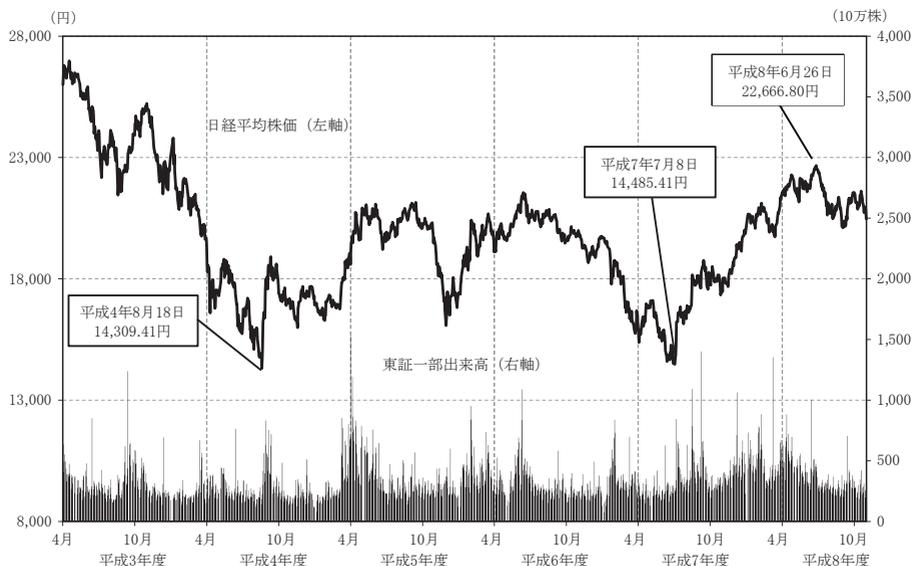
平成6年度の株式市況は、4月の株価は2万円前後で小動きに推移したが、5月に入ると円高懸念の後退や短期金利の低下等を背景に堅調に推移し、5月中旬以降は決算発表による企業業績の回復期待が強まったことから一段高となり、6月13日には2万1552.81円にまで上昇した。6月中旬以降、円相場が1ドル100円を割り込み再び円高が進行したこと等から株価は軟調に推移した後、2万円から2万1千円の間で小動きに推移した。9月に入ると、転換社債の大量発行や中間決算対策に伴う売りが増加するといった需給悪化懸念が広まって株価は軟調に推移し、その後10月末にかけては1万9千円台後半で小動きに推移した。11月に入ると、再び円高が進行・定着したこと、ニューヨークの株式相場が下落したこと等から11月後半には1万9千円を下回った。その後年末にかけては、円相場の落ち着き、ニューヨーク株式市場などの外国市場での株高等から東京市場では薄商いながらも株価は概ね1万9千円台で堅調に推移した。平成7年に入ると、メキシコ通貨不安に端を発する国際通貨不安からの円高基調や1月17日に発生した阪神・淡路大震災の国内経済への影響の懸念から軟調に推移し、1月23日には約1年ぶりに1万8千円台を下回ったが、その後1月下旬には1万8千円台にまで値を戻した。2月以降は再び軟調な展開となり、2月27日には英ベアリングズ社の巨額損失の発覚（本巻「証券行政」第2章参照）等に伴う金融システムに対する不安感の広がりを背景に大幅に下落し、株価は平成5年12月以来となる1万6千円台にまで下落した。3月以降も円相場が1ドル80円台をつけるなど連日最高値を更新することによる企業業績悪化懸念等から株価は軟調に推移し、3月22日には2年4か月ぶりに1万5千円台にまで下落したが、年度末にかけては、利下げ期待の広がり、都市銀行同士の合併報道等が好感されたこと等から1万6千円台にまで値を戻した。なお、平成6年4月1日より全国の証券取引所において、10億円を超える株式取引の約定代金の委託手数料の自由化が実施された。⁴⁾

平成7年度の株式市況は、年度初めは円高の進行等を背景に一時伸び悩んだが、政府の「緊急円高・経済対策」の公表や公定歩合の引下げ等を背景に堅調に推移した。

5月上旬以降は、日経300株価指数連動型上場投資信託（5月29日上場）による需給の改善期待から株価は一時下げ渋る局面も見られたが、円高等による企業業績悪化懸念の強まり等から総じて軟調な展開となり1万4千円台にまで下落した。7月上旬以降は、外国人投資家によるハイテク株への物色等を背景に株価は上昇に転じ、8月入り後の政府の「円高是正のための海外投融資促進策について」の公表や日米通貨当局の協調介入を受けた円安基調等を背景に一段高となり、8月16日に1万8千円台を回復した。8月中旬以降は高値警戒感から一進一退の動きとなったが、9月に入り、金融システム不安の強まり、需給悪化懸念の台頭から一時軟調に推移した後、公定歩合の引下げや景気対策への期待感の高まり等を背景に上昇に転じたものの、その後は伸び悩んだ。10月以降、株価は総じて軟調に推移し1万8千円台を挟んでの展開となったが、11月中旬以降、一部の金融機関の不良債権の償却報道や世界的な金融緩和観測の台頭などを材料に堅調に推移し、年末にかけては住宅金融専門会社（以下、「住専」という。）の処理策の発表や米国の利下げ等を受け一段高となり、12月27日に1年2か月ぶりに2万円台を回復した。平成8年に入ると、1月初めには国外株式市況の急伸や為替相場の円安傾向を背景に株価は底堅い展開となったが、1月下旬から3月中旬にかけては住専処理問題の国会審議を見極めたいとされ弱含みに推移した。3月中旬以降は、債券相場の上昇、円安傾向等を受け上昇基調に転じ、その後も国外株式相場の上昇、国会審議の正常化等を背景に堅調に推移し、年度末には株価は2万1千円台を回復した。⁵⁾

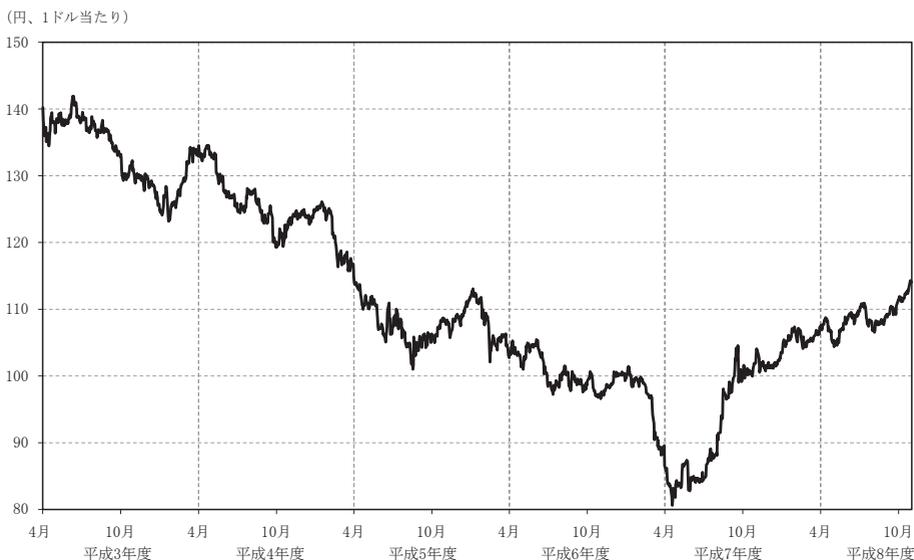
平成8年4月の株式市況は、国内機関投資家からの積極的な買いが入り、株価は2万2千円台を回復した。5月前半には円相場の上昇等を受けて軟調な展開となったが、5月中旬以降、米国のインフレ懸念の後退に加え、日本銀行総裁が金融緩和措置を当面継続することを表明し、金利上昇懸念が後退したこと等を受け回復した後、もみ合いで推移した。6月下旬以降は長期金利の上昇懸念等から下落に転じ、その後もニューヨークの株式相場の急落等を受け軟調に推移し、7月下旬に一時持ち直したものの、8月に入ると景気の先行き不透明感等を背景に株価は再び下落に転じ、8月下旬にはニューヨークの株式相場下落等を受け、急落することとなった。9月に入ると、衆議院議員総選挙を控えて景気対策への期待感等から上昇に転じ、その後は2万円から2万1千円台で一進一退の展開となった。⁶⁾

図 5-2-1 日経平均株価、東証一部出来高の推移



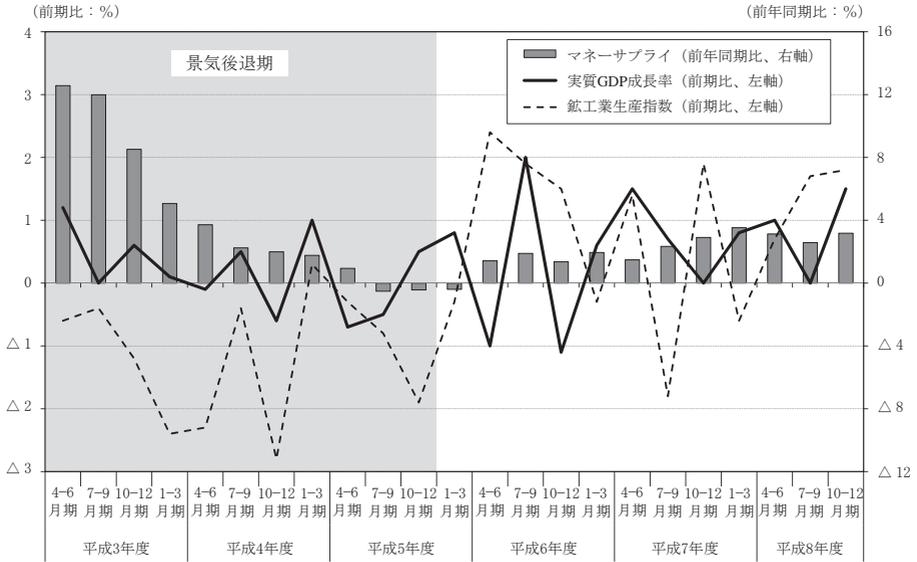
(出所) Bloombergのデータより作成。

図 5-2-2 円の対ドル為替相場の推移



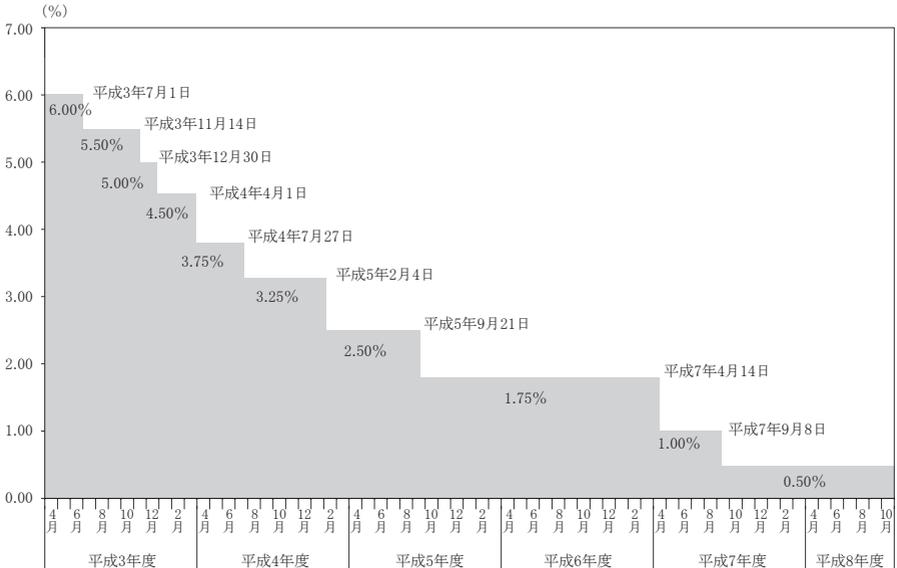
(出所) Bloombergのデータより作成。

図 5-2-3 実質GDP成長率、鉱工業生産指数、マネーサプライの推移



(出所) 内閣府 (実質GDP成長率)、経済産業省 (鉱工業生産指数)、日本銀行 (マネーサプライ) のデータより作成。

図 5-2-4 金融政策の誘導目標 (公定歩合) の推移



(出所) 日本銀行「金融市場調整方針に関する公表文」より作成。

(2) 発行市場の動向

平成4年度の本邦企業のエクイティ・ファイナンスは、国内外合わせて2.6兆円と前年度比58.3%の大幅な減少となった(表5-2-1。以下同表参照)。このうち株式は0.2兆円(1674億円)と前年度比51.2%の減少となり、うち時価発行公募増資は、平成2年4月以降、例外的なケースを除いて発行中止状態が続いており、昭和43年以来の低水準となった。また、引き続き国外市場での発行は見られなかった。転換社債・新株引受権付社債も2.5兆円と前年度比58.8%の大幅な減少となった。特に国内での新株引受権付社債は昭和63年度以来4年ぶりに発行なしとなった。また、国外市場での発行は7割強が下半期に集中した。これは、8月28日の「総合経済対策」を受け株式市場が落ち着きを取り戻したこと、米国の金融緩和の影響から金利低下が進展したこと等から、上半期に発行延期・中止とされた銘柄を中心に活発に発行がなされたこと等によるものであった。⁷⁾

平成5年度の本邦企業のエクイティ・ファイナンスは、国内外合わせて5.0兆円と前年度比90.7%の大幅な増加となった。このうち株式は0.3兆円(3006億円)と前年度比79.6%の増加となった。時価発行公募増資は、平成2年4月以降中止状態が続いていたが、平成6年3月に再開された。時価発行公募増資の再開に際して平成5年12月、大蔵省証券局は「時価発行公募増資の再開について」⁸⁾を公表し、株式市場の活性化に資するような銘柄について再開がなされるようガイドラインを示した。また、同年度には平成元年度以来となる国外市場での株式発行がなされた。国内での新株引受権付社債は前年度に引き続き発行なしとなったが、転換社債・新株引受権付社債の国内外での発行は4.7兆円と前年度比91.5%の大幅な増加となった。増加の背景としては、国内株式市況が一定の回復を示す中、年度を通して発行利率が低下し続け、過去最低水準となったことや、投資家の需要が旺盛であったことが挙げられる。社債発行については平成5年4月から財務制限条項緩和措置が講じられたところ、これにより店頭登録会社による転換社債の発行が増加した。⁹⁾

平成6年度の本邦企業のエクイティ・ファイナンスは、国内外合わせて3.7兆円と前年度比25.7%の減少となった。このうち株式は0.6兆円(5800億円)と前年度比92.9%の増加となった。前年度に時価発行公募増資の再開が措置されたことから、時価発行公募増資は大幅に増加し前年度比で2倍超の発行となった。転換社債・新株引受権付社債は前年度比33.3%の減少となったが、これは、転換社債は国内での発行の増加により前年度比11.2%の増加となった一方で、新株引受権付社債の国内での発行が3年連続で行われず、国外でも前年度比88.2%の大幅な減少となったことによる。なお、国内での転換社債の発行が増加した背景として、社債発行限度額規制の撤廃を内容とする平成5年10月1日施行の商法改正(いわゆる「社債法改正」)、平成5年4月からの適債基準の緩和、財務制限条項の弾力化等の諸規制・諸慣行の見直し・撤廃

が行われたこと等から国外発行のメリットが希薄化したことに加え、年度半ばまで株式市況が比較的好調であったこと等が挙げられる。¹⁰⁾

平成7年度の本邦企業のエクイティ・ファイナンスは、国内外合わせて2.7兆円と前年度比26.8%の減少となった。このうち株式は0.6兆円(5764億円)となり、前年度からわずかに減少したものの、そのうち時価発行公募増資については、前年度比17.9%の増加となった。転換社債・新株引受権付社債は前年度比31.6%の減少となったが、これは、新株引受権付社債は国外での発行の増加により前年度比で3倍弱となった一方で、転換社債が国内での発行が前年度比49.6%と大幅に減少したことによる。国内での転換社債の発行が減少したことについては、年央にかけての株安基調や低金利を背景に発行体が普通社債の発行にシフトしたことが挙げられる。¹¹⁾

表 5-2-1 本邦企業による資本市場からの資金調達(エクイティ・ファイナンス)の推移

(単位: 億円)

	平成3年度	平成4年度	平成5年度	平成6年度	平成7年度
エクイティ・ファイナンス	63,189	26,321	50,193	37,287	27,289
①株式	3,427	1,674	3,006	5,800	5,764
国内	3,427	1,674	2,506	5,800	5,507
(うち時価発行公募増資)	(331)	(161)	(1,037)	(2,438)	(2,875)
国外	-	-	500	-	257
②転換社債	18,894	8,145	26,070	28,987	14,602
国内	12,790	5,750	20,280	25,525	10,100
国外	6,104	2,395	5,790	3,462	4,502
③新株引受権付社債	40,868	16,502	21,117	2,500	6,923
国内	3,815	-	-	-	-
国外	37,053	16,502	21,117	2,500	6,923
(参考) 転換社債・新株引受権付社債(②+③)	59,762	24,647	47,187	31,487	21,525

(注) 「株式」は中間発行増資、第三者割当増資及び額面割当増資を含む。

(出所) 『証券年報 平成9年版』13ページ。

〔注〕

- 1) 本章は、平成8年11月の金融システム改革に係る内閣総理大臣指示前の同年10月までの期間を対象とする。
- 2) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成5年版』29-32ページ、105-113ページ、『大蔵省証券局年報 平成6年版』26-31ページ、103-106ページによる。
- 3) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成6年版』26-31ページ、103-110ページ、『大蔵省証券局年報 平成7年版』21-25ページ、93-96ページによる。
- 4) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成6年版』236-237ページ、『大蔵省証券局年報 平成7年版』21-25ページ、93-100ページ、『証券年報 平成8年版』23-25ページ、99-102ページによる。
- 5) 本段落の内容は、『証券年報 平成8年版』23-27ページ、99-108ページ、『証券年報 平成

9年版』23ページ、132ページによる。

- 6) 本段落の内容は、『証券年報 平成9年版』23-27ページ、132-140ページによる。
- 7) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成5年版』6-7ページ、19-20ページによる。
- 8) 大蔵省証券局「時価発行公募増資の再開について」(平成5年12月21日)『大蔵省証券局年報 平成6年版』13-14ページ。
- 9) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成6年版』12-17ページ、77-91ページによる。
- 10) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成7年版』13-14ページ、67-81ページによる。
- 11) 本段落の内容は、『証券年報 平成8年版』13-14ページ、75-83ページによる。

2 公社債市場の動向

(1) 流通市場の動向

平成4年8月から9月の公社債流通市場は、株式相場の変動を受け値動きの激しい展開となった。その後、10月から12月にかけては、根強い金利先安感から債券相場は堅調に推移した。平成5年1月以降は、金融緩和観測の高まりや円相場の上昇から堅調な展開となったが、3月に入ると、前月までの急速な相場上昇に対する警戒感や普通社債の発行の増大による需給悪化懸念の強まり等から軟調な相場展開となり、年度末にかけて株式市況の急反発により金利先安観が後退したことから続落商状となった。¹⁾

平成5年度の公社債流通市場は、4月は米国債券相場が急落したことや政府の「総合的な経済対策の推進について」(4月13日)を好感して株式市場が堅調であったことから軟調に推移した。その後、5月下旬以降、円相場が急騰したことから反発に転じ、日銀短観(6月11日発表)の内容を受けて景気低迷が長期化するとの見方が広まったことから金融緩和期待が高まり、債券相場は続伸商状が続き、公定歩合の引下げや景気低迷長期化観測の強まり等を背景に、年末まで堅調に推移した。平成6年に入ると、債券相場の高値警戒感の高まり、公社債の需給悪化懸念の広がりに加え、株式相場の上昇から金利先安感が後退し、債券相場は下落した。2月中旬から3月中旬にかけては、米国債券相場の下落や日銀短観(3月1日発表)等を受けて景気回復期待が強まり、債券相場は軟調な展開となった。その後、3月下旬以降は、国内短期金利の低下や円相場の上昇などから債券相場は続伸商状に転じた。²⁾

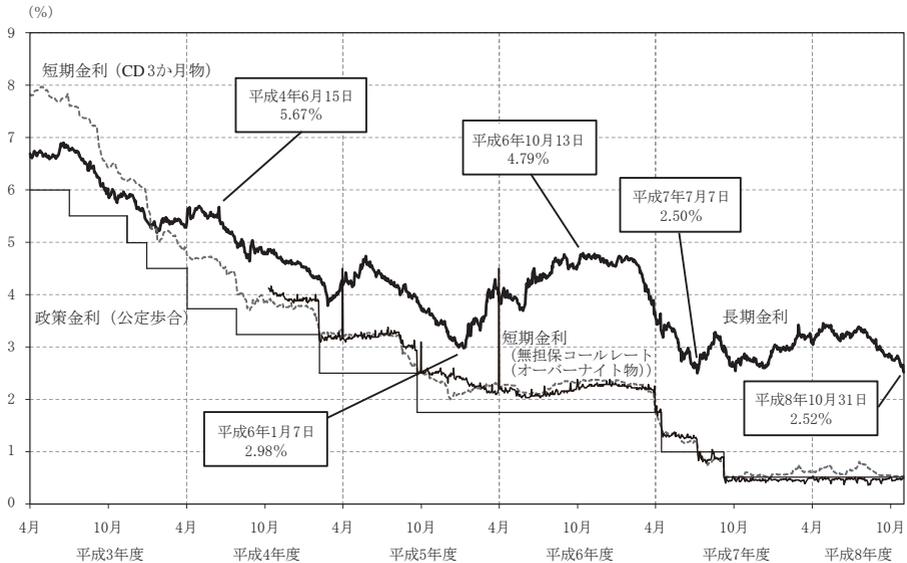
平成6年度の公社債流通市場は、当初は前年度末からの堅調な展開が続いたものの、5月下旬以降、一部の経済指標が好転し景気回復観測が強まると、金利先安感が後退し、公社債の需給悪化懸念も加わり、6月中旬まで続落商状となった。6月下旬に入ると、円相場が1ドル99円台に上昇したことを手掛かりに下げ渋る展開となったが、7月下旬には、景気回復からの金利先安観の薄れなどから債券相場は軟調に推移した。その後、10月13日に長期国債指標銘柄(10年国債)の流通利回り(以下、「長期金利」という。)が年初来最高となった後は、為替相場における円高基調や国内短期金利の

安定等を背景に緩やかな上昇基調となり、平成6年末には長期金利は4.5%台半ばにまで低下した。平成7年に入ると、円相場の下落を受けて債券相場は下落して始まったものの、円相場の反発等を背景に債券相場は戻り基調をたどった。1月下旬に入ると、阪神・淡路大震災に対する復興資金調達のための国債・地方債の増発観測を受けた需給悪化懸念による売り材料と株式相場下落等を背景とする買い材料とが相対立する中で債券相場は一進一退に推移する展開となった。その後年度末にかけても、米国債券相場の上昇や国内短期金利の低位安定観測の強まりを背景に相場は堅調に推移し、英ベアリングズ社の経営破綻や円相場の急騰、株式相場下落等を材料に債券相場は上値を追う展開となった。³⁾

平成7年度の公社債流通市場は、7月上旬までは前年度末からの流れを受けて概ね堅調な展開が続き、7月7日には長期金利が2.5%と過去最低の水準となった。7月中旬に入ると、日米通貨当局による為替の協調介入の実施を受けて円相場が下落したことや堅調な株式相場を受けて利下げ観測が後退したことを背景に債券相場は軟調に転じた。その後も8月中旬にかけて円相場が下落したこと等を受けて債券相場は軟調に推移した。8月下旬にかけて、ドイツの公定歩合の引下げや日本国内の金融機関の破綻などもあって利下げ期待が強まったことを背景に相場は下げ渋る展開となった。10月上旬以降は、高値警戒感から軟調に推移したが、11月下旬以降は、国債の順調な消化による需給悪化懸念の後退等を背景に債券相場は緩やかな上昇をたどった。しかしながら、12月中旬以降は、円相場下落や株式相場の上昇を背景に債券相場は軟調に推移し、12月29日に長期金利は2.9%台に上昇した。平成8年1月以降は、一部経済指標の好転による金利先高観の強まりや株式相場の上昇等を背景に長期金利は3%前後で総じて横ばいに推移した後、2月中旬以降は、期末越え資金調達のための譲渡性預金（以下、「CD」ということがある。）の発行増加による国内短期金利の上昇や普通社債の大型発行により需給悪化懸念が強まったこと等を背景に、長期金利は3%台前半で軟調に推移した。3月に入ると、決算期末の接近や住専問題の先行き不透明感を背景に債券相場は軟調に推移したものの、3月下旬には国債の順調な消化による需給悪化懸念の後退等を背景に反発した。⁴⁾

平成8年度に入り、公社債流通市場は、5月上旬までは、国内短期金利の先高観の強まりや米国債券相場下落、株式市場の上昇等を背景に日本の債券相場は軟調に推移した。5月中旬以降は国内短期金利の低位安定観測の強まり等を背景に堅調に推移した後、6月上旬以降は、日銀短観やGDP(Gross Domestic Product: 国内総生産)などの一部経済指標の好転により金利先高観が強まったことや米国債券相場下落を背景に軟調に推移し、長期金利は3.3%台後半にまで上昇した。7月下旬以降は、株式相場下落や日銀短観の結果を受けた金利先高観の後退、景気回復の鈍さを示す経済指標が見られたこと等を背景に堅調に推移した。⁵⁾

図 5-2-5 主要金利の推移



(注) CD (Certificates of Deposit) は、譲渡性預金。

(出所) Bloombergのデータ、日本銀行各「金融市場調整方針に関する公表文」より作成。

(2) 発行市場の動向

平成4年度の国内での公社債発行額は、前年度比11.3%増の45.2兆円と大幅に増加した(表5-2-2。以下同表参照)。公共債は、長期利付国債、短期割引国債の発行が増加したこと等から全体でも増加した。民間債は、株式相場の低迷を受け、転換社債や新株引受権付社債といった、いわゆるエクイティものの発行が、転換社債については前年度を下回り、新株引受権付社債については発行なしとなった一方で、普通社債⁶⁾が過去最高であった前年度を1.4兆円上回って増加したことから全体で増加した。なお、普通社債のうち一般事業債は前年度比179.6%増と大幅な増加を示した。その要因として、①エクイティ・ファイナンスが困難な状況の下で、株価に左右されない安定的な資金調達手段として社債の発行が企業に活用されてきていること、②金利が低下傾向にあるほか、発行に係る諸手数料の引下げもありコストが低下していること、③社債の年限の多様化等を背景として内外市場における発行が活発化していることが挙げられる。⁷⁾

平成5年度の国内での公社債発行額は、前年度比16.8%増の52.7兆円と大幅に増加した。公共債は、中期割引国債を除いて総じて増加したことから全体でも大幅に増加した。民間債は、長引く景気低迷を受けた資金需要の減退等から普通社債が前年度比

22.0%減少したものの、転換社債が株式相場の一定の回復に伴い大幅に増加したことから全体でも前年度比13.9%の増加となった⁸⁾。なお、同年度においては、財務制限条項の緩和をはじめとして社債発行を巡る緩和措置が講じられた。また、平成5年6月の社債法改正により社債発行限度規制の撤廃、受託会社制度の見直し等が図られた(同年10月1日施行)⁹⁾。

平成6年度の国内での公社債発行額は、前年度比10.3%増の58.2兆円と大幅に増加した。公共債は、中期利付国債を除いて総じて増加したことから全体でも増加した。民間債は、電力債が減少したものの、普通社債全体で2年ぶりに増加に転じたこと、転換社債が引き続き大幅に増加したことから全体でも前年度比16.2%の増加となった。前述の社債法改正や適債基準の緩和及び財務制限条項の弾力化等の社債市場における諸規制・諸慣行の見直し・撤廃が進められたことを背景に、かつては5割を切ったこともある国内での発行比率は、平成6年度には8割を超える水準となった。¹⁰⁾

平成7年度の国内での公社債発行額は、前年度比21.2%増の70.5兆円と大幅に増加した。公共債は、中期割引国債を除いて総じて増加し、全体でも大幅な増加となった。

表 5-2-2 公社債年度別発行状況 (額面ベース)

(単位: 億円)

			平成3年度	平成4年度	平成5年度	平成6年度	平成7年度
公 共 債	国 債	長期利付国債	110,503	116,345	132,447	161,376	190,715
		中期利付国債	16,481	15,792	47,880	46,295	57,623
		中期割引国債	2,997	2,794	2,656	2,680	2,512
		短期割引国債	199,553	227,942	244,822	258,672	313,797
		計	329,534	362,875	427,802	469,023	564,647
		政府保証債	19,073	18,077	23,571	26,179	32,371
		地方債	9,139	11,135	13,710	15,840	19,740
	計	357,746	392,087	465,083	511,042	616,758	
民 間 債	普 通 社 債	電力債	17,250	20,450	14,400	13,550	16,050
		NTT債等	1,500	3,200	1,100	3,500	2,000
		地下鉄・放送債	370	160	-	330	250
		一般事業債	5,147	14,390	14,290	15,270	38,892
		計	24,267	38,200	29,790	32,650	57,192
		転換社債	12,790	5,750	20,280	25,525	10,100
		新株引受権付社債	3,815	-	-	-	-
	計	40,872	43,950	50,070	58,175	67,292	
	円 建 外 債	7,110	15,690	12,295	12,590	21,085	
	合 計	405,728	451,727	527,448	581,807	705,135	

(注) 1. 公募ベース(資産運用部及び簡易生命保険の引受分を除く。)である。

2. 長期利付国債及び政府保証債は超長期債を含む。

3. 長期利付国債及び中期利付国債は郵便局窓販分を含む。

4. NTT債等にはJR債を含む。

5. 億円未満を四捨五入しているため、合計欄は各計数の合算と合致しないことがある。

(出所) 『証券年報 平成9年版』2-3ページより作成。

民間債は、転換社債が減少したものの、一般事業債が前年度比154.7%の増加となるなど普通社債が増加したことから民間債全体でも前年度比15.7%の増加となった。一般事業債など普通社債が大幅に増加した背景として、商品性・年限の多様化により、発行体の財務内容に応じた社債が発行できるようになったこと、平成7年年央まで長期金利が低下し過去最低の金利水準となったことが挙げられ、特に公定歩合が1.0%に引き下げられた平成7年4月以降は発行が活発化し、公定歩合が過去最低の0.5%に引き下げられた9月には発行が集中した。また、平成7年3月31日に「社債の適債基準の撤廃等」が公表され、翌平成8年1月1日から適債基準を撤廃すること、財務制限条項の設定の義務付けに関するルールを撤廃すること等が措置された。このため、同月以降、社債管理会社不設置債が増加し、平成8年2月の国内普通社債発行額は過去最高の水準となる8570億円を記録した。¹¹⁾

〔注〕

- 1) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成5年版』23-28ページ、『大蔵省証券局年報 平成6年版』20-22ページによる。
- 2) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成6年版』20-26ページ、『大蔵省証券局年報 平成7年版』16-17ページによる。
- 3) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成7年版』16-21ページ、『証券年報 平成8年版』17-19ページによる。
- 4) 本段落の内容は、『証券年報 平成8年版』17-20ページ、110-114ページ、『証券年報 平成9年版』18-20ページ、141-143ページによる。
- 5) 本段落の内容は、『証券年報 平成9年版』18-20ページ、141-143ページによる。
- 6) 『大蔵省証券局年報』（「別表1 公社債年度別発行状況（額面ベース）」）は、平成4年版までは、民間債のうち電力債、NTT債、地下鉄・放送債、一般事業債を指して「事業債」と表していたが、平成5年版からは電力債、NTT債等、地下鉄・放送債、一般事業債を指して「普通社債」と表している。
- 7) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成5年版』4-7ページによる。
- 8) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』95-99ページ。
- 9) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』11-18ページ。
- 10) 本段落の内容は、『大蔵省証券局年報 平成7年版』2-12ページによる。
- 11) 本段落の内容は、『証券年報 平成8年版』3-13ページによる。

第2節 証券市場行政の概観

1 金融制度改革法

平成4年6月26日、「金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律」（平成4年法律第87号。以下、「金融制度改革法」という。）が公布され、平成5年4月1日に施行された。同法は、昭和63年9月以降、証券取引審議会基本問題研究会において行われてきた「金融の証券化」に関する議論を取りまとめた平成元年5月の中間報告書「金融の証券化に対応した資本市場の在り方について」や、同研究会の下に置かれた二つの部会による翌平成2年6月の報告書『『金融の証券化』に対応した法制の整備等について』（第1部会）、及び「国際的な資本市場の構築をめざして」（第2部会）を踏まえて平成3年6月19日に取りまとめられた証券取引審議会報告書「証券取引に係る基本的制度の在り方について」、さらには平成4年1月28日の同「証券市場における適正な競争の促進等について」（いずれも第1章第4節を参照されたい。）等を受けたものであり、金融の自由化・国際化、証券化の進展等の内外の社会・経済情勢の変化に対応して、金融・資本市場における有効・適正な競争を促進し市場の効率化・活性化を図るとともに、金融機関及び証券会社が経営上の創意工夫を発揮し、利用者のニーズに合った金融サービスを提供できるようにするため、日本の金融制度及び証券取引制度を包括的に改革するためのものであった。具体的には、①有価証券の定義の整備、②公募の概念の見直し、私募の取扱い、③銀行・証券の業態別子会社方式による相互参入¹⁾、等について所要の規定が整備された（本章第3節1及び第5節1（1）参照²⁾）。

〔注〕

- 1) 本巻「証券行政」第2章参照。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』46-47ページ。

2 その他の証券取引法改正等

（1）証券取引法改正

平成5年5月12日、「協同組織金融機関の優先出資に関する法律」（平成5年法律第44号。以下、「優先出資法」という。）が公布され、平成6年4月1日に施行された。同法は、全国レベルの協同組織金融機関について、普通出資を補完するものとして、

優先出資制度を設け、不特定多数の者から出資を受け入れることを可能とするものである。同法の附則において証券取引法等が改正され、優先出資法に規定する優先出資証券等が新たに証券取引法上の有価証券とされ、投資者保護の枠組みが適用されるよう手当てされたことに加え、当該証券に係る取引をインサイダー取引規制の対象とする等の所要の措置が講じられた¹⁾(本章第5節1(2)、本章第5節4参照)。

平成6年6月29日、「証券取引法の一部を改正する法律」(平成6年法律第70号)が公布され、同年10月1日に施行された。同法は、同年の商法改正(本節2(2)参照)による自己株式取得に係る規制緩和に対応して、証券取引の公正の確保を図るため、同年2月に取りまとめられた証券取引審議会報告書「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」²⁾に基づいて、①自己株式取得状況の開示、②自己株式取得に係る公開買付け制度、③インサイダー取引規制、等について、所要の制度の整備を図るものであった(本章第3節5(2)、第5節4参照)³⁾。

平成8年6月21日、「金融機関等の経営の健全性確保のための関係法律の整備に関する法律」(平成8年法律第94号。以下、「金融機関経営健全性確保法」という。)が公布され、平成9年4月1日に施行された。同法において証券取引法が改正され、平成8年2月の証券取引審議会報告書「証券会社のトレーディング業務への時価法の導入について」⁴⁾に基づいて、証券会社の行うトレーディング取引につき時価法が導入された。具体的には、①トレーディング取引の定義、②認可制(認可により設置された特定取引勘定において時価評価を行う)、③時価評価の手法、④資本充実の要請との調整、等に関する所要の規定が設けられた(本章第3節6(2)参照)⁵⁾。

(2) 商法改正

平成5年6月14日、「商法等の一部を改正する法律」(平成5年法律第62号)及び「商法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」(平成5年法律第63号)が公布された。同改正においては、①株主による、会社の業務執行に対する監督是正機能の強化の観点から、株主代表訴訟の訴額を95万円とみなすことや株主の帳簿閲覧権の持株要件緩和等の措置が講じられ、②株式会社の監査役機能の強化の観点から、大会社への社外監査役制度の導入等の措置が講じられるとともに、③株式会社の資金調達の方法の合理化及び社債権者の保護強化のために、(i)社債発行限度規制の廃止(これに伴い社債発行限度暫定措置法は廃止。)、(ii)社債発行限度規制の廃止に代わる社債権者保護の仕組みとして、発行会社に社債管理会社の設置を原則として義務付けるとともに、社債管理会社の権限及び責任を明確化する等、社債に関する制度の全般的な見直しが行われた(同年10月1日施行。本章第3節2(1)参照)⁶⁾。

平成6年6月29日、「商法及び有限会社法の一部を改正する法律」(平成6年法律第66号)が公布された。同改正では自己株式取得規制の緩和が図られ、定時総会の決議

に基づき、配当可能利益の範囲内において、株式を消却するために自己株式を取得することができる等の措置が講じられた（同年10月1日施行。本章第3節5（2）参照⁷⁾）。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』58ページ。
- 2) 証券取引審議会「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」（平成6年2月21日）資本市場研究会編『自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について—証券取引審議会公正取引特別部会報告—』（平成6年、財経詳報社）6-18ページ。
- 3) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』49-51ページ。
なお、平成6年改正では、自己株式取得に係る規制緩和に対応する措置のほか、投資者保護上支障がないとして大蔵大臣の承認を得た場合に、証券会社による取引報告書の作成、顧客への交付を要しないとする手続簡素化に関する改正も盛り込まれた。
- 4) 証券取引審議会「証券会社のトレーディング業務への時価法の導入について」（平成8年2月9日）『証券業報』平成8年2月号 32-35ページ。
- 5) 『証券年報 平成8年版』45-46ページ。
- 6) 「平成五年商法改正法の解説〔1〕」『旬刊 商事法務』平成5年6月25日号 9-13ページ。
「商法等の一部改正に伴う企業内容開示省令等の改正に関する解説」『旬刊 商事法務』平成5年10月25日号 30-33ページ。
- 7) 『旬刊 商事法務』平成6年7月5日号 46-47ページ。

3 証券市場活性化に向けた政府全体の取組み

バブル経済崩壊後の停滞する経済情勢を受けて、本章で述べる期間を通じて多くの経済対策が講じられ、また、経済対策あるいは行政改革の一環として規制緩和が推進された。平成7年3月31日に5年計画として策定された「規制緩和推進計画」は、同年4月14日の「緊急円高・経済対策」において3年計画として前倒しして実施することとされた。この「規制緩和推進計画」は平成8年3月29日に改定がなされた（その後、平成9年3月28日に再改定がなされ、さらに平成10年3月31日には新たに「規制緩和推進3か年計画」が策定された。）。以下では、経済対策、規制緩和推進計画に盛り込まれた証券市場の活性化に関する政府全体の取組みについて概括して述べることとする。

（1）経済対策等¹⁾

本章が対象とする平成4年8月から平成8年10月までの間には、六つの経済対策が策定されたほか、平成6年には「対外経済改革要綱」が策定された。これら各対策等において証券市場の活性化に向けた取組みが盛り込まれた。

①「総合経済対策」(平成4年8月28日)²⁾

同対策においては、当時の経済情勢は最終需要を中心に停滞しており、資産価格の下落もあって厳しい状況に直面しているとされ、総規模10兆7000億円にのぼる財政措置を中心とした総合的なパッケージが実施された。証券市場関連では、証券市場が企業の長期資金の調達及び国民の資産形成の場として本来の機能を果たせるよう、安定的で活力ある市場の確立に向けて、個人及び機関投資家等の株式市場への参加を促進する観点から以下の取組みが盛り込まれた。

- (i)株式運用規制の見直し：公的資金（郵便貯金、簡易保険等）による簡易保険福祉事業団等を通じた単独運用指定金銭信託（指定単）の運用について、株式組入れ比率の制限を設けない新たな指定単を設けるとともに、財政投融资計画の資金運用事業の資金に1兆1200億円の追加を行う。
- (ii)政府保有株式の売却の凍結等：NTT株式の平成4年度と平成5年度の売却を凍結する。JR東日本株式、JT株式の平成4年度の売却を見送る。
- (iii)個人投資家の株式保有の促進：個人投資家の長期保有に適した株式投資信託の商品開発等を推進する。従業員持株制度の制度運用を弾力化する。投資単位の引下げを促進するため発行企業に対し単位のくくり直しや株式分割を要請するとともに株式累積投資制度等の単位未満の株式投資が可能となる方策を検討する。発行企業に対し引き続き配当性向の引上げ等を要請する。
- (iv)企業の資金調達環境の整備：社債関連法の改正法案を次期国会に提出すべく検討を進める等社債市場の諸規制・諸慣行の見直し・撤廃を図る。株式公開制度の見直しを行う。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検討を促進する。
- (v)先物取引等の在り方の検討
- (vi)証券関連税制の検討

②「総合的な経済対策の推進について」(平成5年4月13日)³⁾

同対策においては、当時の経済情勢について、一部に回復の兆しを示す動きが徐々に現れてきているものの、循環的な要因のほかバブル経済の崩壊の影響もあって、依然として低迷を続けており、未だ予断を許さない状況にあるとの認識の下、総規模13兆円を上回る総合的な経済対策が講じられた。証券市場関連としては、安定的で活力ある証券市場を確立する観点から以下の取組みが盛り込まれた。

- (i)新たな指定単については、円滑な運用を引き続き推進する。
- (ii)個人投資家の長期的で安定的な株式投資の促進：株式累積投資制度の着実な推進を図る。発行企業に対し単位のくくり直しや株式分割等を引き続き要請する。

- (iii)企業の資金調達環境の整備：受託制度見直し等を含む商法改正案の早期成立を期す等、引き続き社債市場における諸規制・諸慣行の見直し・撤廃を図る。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促進する。
- (iv)発行企業に対する配当性向の引上げ要請等、従来諸措置を引き続き推進する。また、同対策においては、公的規制の目的・内容を緊急に見直し、この結果に応じ許認可等の大幅な整理を行う旨が盛り込まれた。この検討結果等を踏まえ、平成6年2月15日に閣議決定された「今後における行政改革の推進方策について」(以下、「行革大綱」という。)において、当面の規制緩和措置等として781事項がまとめられた。また、この行革大綱において、平成6年度内に「規制緩和推進計画」(仮称)を策定することが決定された⁴⁾。

③「緊急経済対策」(平成5年9月16日)⁵⁾

同対策は、我が国経済が、急激な円高や災害等の影響もあり回復に向けた動きに足踏みが見られ、先行きに対する中期的な不透明感も広がるなど、景気回復には予断を許さないものがあるとの認識の下、規制緩和と円高差益還元の両施策のほか、円高の影響や災害による被害への財政措置を伴う対応等幅広い施策から成り立っていた。中でも、全体で94項目にのぼる規制緩和が盛り込まれたことが特徴であろう。証券分野における規制緩和措置としては、社債の商品性の多様化、証券投資信託約款の個別承認についての審査基準の明確化の2項目が含まれた。また、引き続き規制緩和を推進するための措置として報告等に係る国民負担の軽減等の措置を講じることとされた。

同対策を踏まえ、大蔵省は、緊急の点検を行い、平成5年9月30日、手続きの簡素化等(30項目)⁶⁾についての措置を講ずることとし、また、同年12月21日に第2回目の措置(70項目)⁷⁾を講ずることとした。9月、12月の措置の合わせて100項目(うち新規55項目)は順次実施に移されていった。

④「総合経済対策」(平成6年2月8日)⁸⁾

同対策は、調整過程にあり依然厳しい状況が続いている我が国経済を本格的な回復軌道に乗せ、安定的な成長を確実にするとともに、高齢化社会への対応など中長期的課題にも取り組む観点から策定された。15兆円を上回る、当時としては史上最大規模の総合的な経済対策を講じるものであった。証券市場の分野では、その活性化のために以下の取組みが盛り込まれた。

- (i)自己株式の取得に関する規制の緩和について、今国会に関連法案を提出すべく検討を進める。

(ii)時価発行公募増資の再開等、証券市場、証券取引に係る手続の簡素化、規制の緩和等を引き続き推進する。また、企業の新規公開（上場及び店頭登録）の一層の促進について早急に検討を行う。

⑤「対外経済改革要綱」（平成6年3月29日）⁹⁾

同要綱では、国際社会に開かれた、質の高い、実のある経済社会を実現するための改革を推進していくことが急務であり、内需主導型の政策運営に努めるとともに、規制緩和をはじめとする国内経済改革を推進することにより、市場機能を最大限発揮させる中で、経常収支黒字の十分意味のある縮小の中期的達成等に向けて効果的な手段を講じることが必要であるとされた。こうした観点から、同要綱では、市場機能の強化と対日アクセスの改善のため、重点的な規制緩和を推進することとされ、「金融・証券・保険関係」を含む4分野については主な検討事項等が示され、その成果を平成6年6月末を目途に取りまとめることとされた。このうち証券関係については以下の事項が盛り込まれた。

・社債及びCP（コマーシャル・ペーパー）の発行、企業の新規公開（上場及び店頭登録）など、証券関係規制の見直しを進める。

「対外経済改革要綱」を踏まえ、大蔵省は平成6年6月28日に「証券分野における規制の緩和について」を公表した。また、政府は同年7月5日に「今後における規制緩和の推進等について」を閣議決定し、規制緩和策を決定した。

⑥「緊急円高・経済対策」（平成7年4月14日）¹⁰⁾

同対策は、当時の急激な為替レートの変動が我が国経済の先行きに重大な悪影響を及ぼすおそれがあることに対処するため、我が国として自らとり得るあらゆる措置をとる必要があるとして取りまとめられたものであり、内需振興策、経常収支黒字削減策、円高対応策、金融・証券市場関連策等の施策が盛り込まれた。具体的には、「規制緩和推進計画」（平成7年3月31日閣議決定）（本節3（2）参照）を前倒しで実施（当初の5年計画から平成9年度までの3年計画へ）すること等に加え、証券市場の活性化のための環境整備を進めるため、以下の措置を講ずるとされた。

- (i)平成7年1月からの投資信託改革を着実に推進するとともに、日経300株価指数連動型上場投資信託を翌月（平成7年5月）中に上場する。
- (ii)研究開発型、知識集約型等の新規事業を実施する企業の資金調達に資するため、6月を目途とされている日本証券業協会の検討結果を踏まえ、店頭登録基準の特則を設ける等の措置を講ずる。
- (iii)6月の定時株主総会に向け、発行企業に対し、自己株式取得¹¹⁾への積極的取組みを要請する。

- (iv)個人投資家の株式投資促進等のため、投資単位引下げの推進を図る。
- (v)社債に関する適債基準及び財務制限条項の設定の義務付けを平成8年1月に撤廃するとともに、開示制度の整備を図る。
- (vi)有価証券取引税については、株式譲渡益課税を含む証券税制全体の中で、その在り方を検討する。

その後、同対策の一層の推進を図るため、平成7年6月27日の緊急経済閣僚懇談会において「緊急円高・経済対策の具体化・補強を図るための諸施策」¹²⁾が取りまとめられた。証券市場活性化策としては以下の施策が盛り込まれた。

- (i)将来性のあるベンチャー企業等の資本市場における円滑な資金調達を促進するため、店頭特則市場を7月中に開設する。
- (ii)発行企業に対して自己株式取得への積極的取組みを引き続き要請するとともに、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特例措置を講ずることとし所要の検討を進める。
- (iii)個人投資家の株式投資を促進するため、新たな融資制度を創設する等信用取引制度の改善を図る。
- (iv)社債の流通市場の整備のため、7月より研究会を設け、受渡し・決済制度の改善について検討を行う。

⑦「経済対策一景気回復を確実にするために一」(平成7年9月20日)¹³⁾

同対策は、累次の経済対策にもかかわらず景気が十分に回復していないとの認識の下、その理由として、資産価格の下落と不良債権の増大、内外価格差等の構造的な問題、急激な円高等を挙げ、これらに対応するため、事業規模として当時史上最大の総額14兆2200億円にのぼる経済対策を講じたものである。同対策では、思い切った内需拡大策の実施、資産価値の下落に伴う諸問題を含む直面する課題の早期克服、中長期的発展に資する経済構造改革の推進の3点に重点が置かれた。その中で、直面する課題の一つとして証券市場活性化策が掲げられ、以下の取組みが盛り込まれた。

- (i)自己株式の利益消却の場合のみなし配当課税の特例措置を講じ、次期臨時国会に所要の法案を提出する。
- (ii)ベンチャー企業等の資金調達の円滑化に資するため、同年7月に開設された店頭特則市場における株式公開制度等について、同年10月より所要の整備を図る。
- (iii)個人投資家の株式投資を促進するため、同年10月から株式ミニ投資(100株取引)を開始する。
- (iv)平成7年度中を目処に、東京証券取引所に中期国債先物取引市場を開設する。

- (v)平成7年中を目処に、債券の貸借取引において、金融機関、証券会社が貸出者となる場合に借入者から担保として受けた現金に対して課している付利率を廃止する。
- (vi)企業の機動的な資金調達を可能とし、CP市場の活性化を図るため、同年10月を目処に償還期間2週間未満のCP発行を解禁する。

(2) 規制緩和

規制緩和についてはそれまで累次の経済対策等に沿って推進されてきたが、平成7年3月31日に広範な規制緩和措置を盛り込んだ「規制緩和推進計画」¹⁴⁾が取りまとめられると、以後、「規制緩和推進計画」の拡充という形でも推進されていった。「規制緩和推進計画」の策定に至る経緯について触れると、平成5年10月27日の臨時行政改革推進審議会(第3次行革審)の「最終答申」において、「政府は、現在進めつつある許認可等の整理の成果をも踏まえて、平成6年度内を目途に、規制緩和に関する中期的かつ総合的なアクション・プランを策定する」ことが示され、その後、平成6年2月15日に閣議決定された「今後における行政改革の推進方策について」(いわゆる行革大綱)において、以後、規制緩和の推進に積極的かつ計画的に一層取り組むため、平成6年度内に、5年を期間とする「規制緩和推進計画」(仮称)を策定することとされた¹⁵⁾。この「規制緩和推進計画」は平成7年3月31日に平成11年度までの5年計画として閣議決定されたが、同年4月14日の「緊急円高・経済対策」において平成9年度までの3年計画として前倒しすることとされた。なお、同計画は、内外の意見・要望や行政改革委員会の監視結果等を踏まえ毎年度改定することとされたところ、平成8年3月29日に改定、平成9年3月28日に再改定がなされた。

平成7年3月31日に閣議決定された「規制緩和推進計画」においては、証券分野の措置として、社債発行に係る適債基準の撤廃又は緩和を行うこと、店頭登録株式の登録基準に特則を設けること、株式委託手数料の自由化について平成8年度ないし平成9年度に大口手数料の自由化(平成6年4月実施)の検証を行うこと等の33事項(措置)が盛り込まれた¹⁶⁾。その後、平成7年9月の「経済対策一景気回復を確実にするために一」には証券関係で3項目の規制緩和策¹⁷⁾が盛り込まれ、さらに大蔵省も、証券界からのヒアリングを実施したうえで同年12月15日に10項目の規制緩和措置(「証券分野の規制緩和等について」¹⁸⁾)を公表した¹⁹⁾。

その後、大蔵省は、「規制緩和推進計画」の平成8年3月末の改定に向け、内外の要望、行政改革委員会意見²⁰⁾、証券界からのヒアリング等を踏まえ一層の規制緩和につき検討を行った。その結果、平成8年3月21日には21世紀に向けて市場原理に基づく活力ある市場を実現していくとの「証券分野における規制緩和の基本的方向」²¹⁾を示し、同月29日には「規制緩和推進計画(改定)」²²⁾の閣議決定に併せて、具体的な規

制緩和措置を掲げた「証券分野の規制緩和について」²³⁾を公表した。ここに掲げられた措置の多くは同日の「規制緩和推進計画（改定）」にも盛り込まれた。この「規制緩和推進計画（改定）」には、証券分野では、発行登録制度の店頭登録企業への開放、利益配分ルールの撤廃、CPの償還期間制限の実質的撤廃、社債の受渡し・決済制度の整備など50の新規措置が加えられた²⁴⁾。

〔注〕

- 1) 「月例経済報告、経済対策、経済財政諮問会議等の文書一覧」内閣府経済社会総合研究所ウェブ・ページ http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/data_history/data_history_list.html.
- 2) 経済対策閣僚会議「総合経済対策」(平成4年8月28日)内閣府経済社会総合研究所ウェブ・ページ http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/data_history/data_history_list.html.
- 3) 経済対策閣僚会議「総合的な経済対策の推進について」(平成5年4月13日)内閣府経済社会総合研究所ウェブ・ページ http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/data_history/data_history_list.html.
- 4) 『規制緩和白書(97年版)』(平成9年、大蔵省印刷局)77-80ページ。
- 5) 経済対策閣僚会議「緊急経済対策」(平成5年9月16日)『証券業報』平成5年10月号15-26ページ。
- 6) 大蔵省証券局「手続きの簡素化等について」(平成5年9月30日)『大蔵省証券局年報平成6年版』57-59ページ。
- 7) 大蔵省証券局「手続きの簡素化、規制の緩和等について」(平成5年12月21日)『大蔵省証券局年報平成6年版』59-64ページ。
- 8) 経済対策閣僚会議「総合経済対策」(平成6年2月8日)内閣府経済社会総合研究所ウェブ・ページ http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/data_history/data_history_list.html.
- 9) 「対外経済改革要綱」(平成6年3月29日閣議決定)内閣府経済社会総合研究所ウェブ・ページ http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/data_history/data_history_list.html。
平成6年6月28日の大蔵省の公表文については、『大蔵省証券局年報平成7年版』48-49ページによる。平成6年7月5日の閣議決定については、総務庁編『規制緩和推進の現況(平成7年7月)』(平成7年、大蔵省印刷局)51-64ページによる。
- 10) 経済対策閣僚会議「緊急円高・経済対策」(平成7年4月14日)内閣府経済社会総合研究所ウェブ・ページ http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/data_history/data_history_list.html.
- 11) 前年(平成6年)10月1日に、利益消却のための自己株式取得等を認める改正商法が施行されていた。
- 12) 緊急経済閣僚懇談会「緊急円高・経済対策の具体化・補強を図るための諸施策」(平成7年6月27日)内閣府経済社会総合研究所ウェブ・ページ http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/data_history/data_history_list.html.
- 13) 経済対策閣僚会議「経済対策—景気回復を確実にするために—」(平成7年9月20日)内閣府経済社会総合研究所ウェブ・ページ http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/data_history/data_history_list.html.
- 14) 「規制緩和推進計画について」(平成7年3月31日閣議決定)『規制緩和推進の現況(平成7年7月)』(平成7年、大蔵省印刷局)資料編20-175ページ。

- 15) 『規制緩和白書(97年版)』(平成9年、大蔵省印刷局)81ページ。
- 16) このほか、金融分野の措置として、業態別子会社の業務範囲等についての見直しも盛り込まれた。
- 17) 店頭特則市場における株式公開制度等、債券貸借取引における付利制限廃止、償還期間2週間未満のCP発行解禁の3項目。
- 18) 大蔵省「証券分野の規制緩和等について」(平成7年12月15日)『証券業報』平成8年1月号16-23ページ。
- 19) 『大蔵省証券局年報 平成7年版』48-55ページ。『規制緩和推進の現況(平成7年7月)』(平成7年、大蔵省印刷局)資料編120-131ページ。
- 20) 行政改革委員会「規制緩和の推進に関する意見(第1次)―光り輝く国をめざして―」(平成7年12月14日)『規制緩和推進の現況(平成8年7月)』(平成8年、大蔵省印刷局)資料編13-93ページ。
- 21) 大蔵省「証券分野における規制緩和の基本的方向」(平成8年3月21日)『証券年報 平成8年版』59ページ。
- 22) 「規制緩和推進計画の改定について」(平成8年3月29日閣議決定)『証券業報』平成8年4月号40-66ページ。
- 23) 大蔵省「証券分野の規制緩和について」(平成8年3月29日新聞発表)『証券業報』平成8年4月号69-79ページ。
- 24) 『規制緩和推進の現況(平成8年7月)』(平成8年、大蔵省印刷局)資料編263-274ページ。

第3節 証券市場の整備

本章で対象とする期間のうち平成8年前半にかけては、金融制度改革法等に基づく制度整備が進められたほか、経済対策、規制緩和の推進を通じた諸規制の見直し等が行われた。本節では、平成4年6月に成立した金融制度改革法による制度改革の概要とともに、金融システム改革（第3章参照）以前に取り組みされた証券発行市場、証券流通市場の制度整備の概要について述べることにする。

1 金融制度改革

平成4年6月19日、金融制度改革法が成立、同月26日に公布され、平成5年4月1日に施行された。金融制度改革は、第1章で見たとおり、証券取引審議会及び金融制度調査会等における数年に及ぶ検討を経て実現に至ったものである。その趣旨は、金融の自由化・国際化、証券化の進展等の内外の社会・経済情勢の変化に対応して、金融・資本市場における有効かつ適正な競争を促進し市場の効率化・活性化を図るとともに、金融機関及び証券会社が経営上の創意工夫を發揮し、利用者のニーズに則した金融サービスを提供できるようにするため、日本の金融制度及び証券取引制度を包括的に改革する¹⁾ というものであった。

金融制度改革法は、金融関係14本、証券関係2本の計16本から成る法律で、その内容は多岐にわたるが、本項では、証券取引制度に係る改革に焦点を絞って記述する²⁾。

証券取引制度に係る改革は主に、①有価証券の定義の整備、②公募概念の見直し・私募の取扱い、③銀行・証券の相互参入の三つの柱で構成されていた。

①有価証券の定義の整備

有価証券の定義の整備は、証券化関連商品を幅広く証券取引法上の有価証券に含め、証券取引法上の投資者保護を行い得るようにするというものであった。具体的には、新たな有価証券として、同法及び政省令により、内外のCP、外国金融機関の貸付債権の信託受益権証券が追加された。また、有価証券の概念が広がり、証券・証券に表示されるべき権利以外の権利、つまり証券・証券に化体されることが予定されていない権利そのものについても有価証券とみなされて証券取引法が適用され得ることとなり、具体的には住宅ローン債権信託受益権が有価証券とみなされることとなった。有価証券の範囲は、法律に列挙されたもの以外にも政令指定によりさらに広げることができることとなり、その政令の指定に当たっては「流通性そ

の他の事情」を勘案することが法律上明確化された。実際に外国法人の発行する譲渡性預金（CD）が有価証券として政令で指定された。

②公募概念の見直し・私募の取扱い

公募概念の見直し・私募の取扱いについては次のような内容の見直しがなされた。まず、募集に係る人数基準が明確化され、従来「不特定且つ多数の者」を勧誘の相手方とすることが募集の要件とされていたものが、「多数の者を相手方として（勧誘）を行う場合として政令で定める場合」（政令で50名以上と規定。）へと変更された。人数基準の明確化と併せて、新たに勧誘対象者の属性にも配慮することとなり、新規発行証券の勧誘対象者が有価証券投資に係る専門的な知識・経験を有する者（「適格機関投資家」³⁾）のみである場合には、転売制限（後述）を満たすことを条件として人数基準を上回ることになっても募集に当たらないこととされた。

募集に当たらない場合、すなわち私募（勧誘対象者が50名未満の場合の「少人数私募」と適格機関投資家のみの場合の「プロ私募」との2種類がある。）として発行される証券は発行開示が免除されるが、私募として発行される証券が転売を通じて多数の者に譲渡される場合にはディスクロージャーが回避されてしまうこととなる。このため、発行される証券がその取得者から多数の者又は適格機関投資家以外の者に「譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合」に該当しない限り、それは（私募ではなく）募集に該当するとされた。そして、政令（及び省令）において、多数の者あるいは適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合としてそれぞれ、有価証券の種類に応じた転売制限が付されている場合等が規定された⁴⁾。また、転売制限の実効性を担保するため、勧誘者には、勧誘に際して被勧誘者に対し当該有価証券が届出の免除を受けて発行されたものであることなどを告知する義務が課されることとなった。さらに、発行の分割を通じたディスクロージャーの脱法的行為に対処するため、過去6か月以内に同一の有価証券について行われた少人数向け私募の勧誘対象者を合算（6か月の期間通算）すると50名以上となる場合には、当該発行の勧誘は「募集」に当たるものとして発行開示義務が課されることとなった。

公募概念の見直しに伴い、既発行証券の「売出し」に係る届出義務規定の見直しも行われた。従来発行・売出し価額が5億円未満の場合には届出が免除（いわゆる少額免除）されていたが、さらに、(i)発行時にプロ私募であったとして届出が免除された証券（プロ免除発行証券）に係る売出しで、適格機関投資家のみを相手方とするもの、(ii)当該有価証券の開示が行われている場合（すなわち、同種の有価証券について上場、店頭登録、公募等が行われ、発行者が継続的に有価証券報告書を提出している場合）における当該有価証券の売出し、についても届出が免除されることと

なった。

このほかディスクロージャーに関連する事項⁵⁾として継続開示制度についての見直しも行われ、継続開示義務が課されていない有価証券（上場証券、店頭登録証券及び公募証券以外の有価証券）であっても、それが多数の投資者に所有されることとなった場合には、情報開示を通じた投資者保護を図ることとされた。具体的には、株券（外国株券を除く。）について、その所有者が一定数以上（500名以上）となった場合には、原則としてその発行者に継続開示義務（初年度を含めて5年間）を課すことを内容とする「外形基準」が導入された⁶⁾。

③銀行・証券の相互参入

銀行・証券の相互参入については、業態別子会社方式による相互参入が認められ、銀行は証券子会社を、証券会社は銀行子会社を設立することが可能となり、これに伴って必要となる弊害防止措置も併せて整備された。実際の相互参入の進め方については、相互参入は漸進的、段階的に行うとの方針の下、証券子会社の当初の業務範囲から、株券に関する発行・流通業務（うち株式ブローカー業務は金融制度改革法附則により当分の間禁止。）、いわゆるエクイティものの流通業務、株価指数先物・オプション取引が除かれた⁷⁾。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』46ページ。衆議院「衆議院会議録」（平成4年5月14日）法案趣旨説明。
- 2) 本「証券市場」で扱っていない事項については、本巻「証券行政」や「金融行政」を参照されたい。
- 3) 適格機関投資家に該当する者の範囲は、大蔵省令（「証券取引法第二条に規定する定義に関する省令」）において、銀行、保険会社、その他金融機関（信用金庫、労働金庫、農林中金、商工中金等）など、業態ごとに規定がなされた。
- 4) 「多数の者に譲渡されるおそれが少ない場合」として、株券については未公開株であること、普通社債については一括転売以外の転売が禁止されていること、等が定められた。また、「適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合」については、株券、転換社債等以外の有価証券であって、有価証券の種類ごとに省令で定める方式に従い、適格機関投資家以外の者への譲渡が禁止される旨の制限が付されている場合が定められた（株券、転換社債等についてはプロ私募は認められない。）。
- 5) 金融・証券取引制度改革におけるディスクロージャー制度の整備については、本章第5節（1）も参照されたい。
- 6) 発行者の資本金額が5億円未満である場合、所有者数が300名未満に減少した場合には継続開示義務が免除されることとされた。また、経過措置として、平成6年4月1日以後終了する事業年度の末日の株主数が500名未満である場合には、同日前に終了する事業年度で500名以上であっても、有価証券報告書の提出義務の免除申請により免除承認を得る

ことができるとされた。

- 7) 大蔵省「金融制度改革実施の概要について」(平成4年12月17日新聞発表)『証券業報』平成5年1月号 49-54ページ。

相互参入についての詳細は本巻「証券行政」を参照されたい。

2 社債等発行市場の整備・改善

(1) 社債発行市場

社債の発行については、日本企業が発行する普通社債の約半分を国外市場に依存している状況にあった。これについて、従来、商法等による社債発行限度規制との関係という法制上の観点のほか、諸規制・諸慣行の存在(国内市場においては、国外市場に比べ、受託手数料等発行に係る諸手数料が割高であること、社債の種類や期間等においてその商品性が事実上制約されていること、適債基準による制約が存すること等)が制約要因になっているとの指摘がなされてきた。この点、平成2年6月の証券取引審議会基本問題研究会第2部会報告(第1章第4節3参照)においても、「諸規制・諸慣行について見直し・撤廃を行うことにより、マーケット・メカニズムを基本とする自由で開かれた効率的な資本市場を構築していくことが必要である」と指摘されていた¹⁾。

また、株式市場が低迷する中で企業の安定的資金調達手段として普通社債発行の重要性が高まっていたことも、国内社債発行市場の一層の整備の必要性が増していった背景にあった。

①社債法改正

平成5年2月、法務省法制審議会商法部会社債法小委員会において、6年にわたる検討を経て、社債発行限度規制の撤廃、受託会社制度の見直し(「社債権者のために社債を管理する会社(社債管理会社)」としての位置付け並びに権限及び義務・責任の純化・明確化、それを前提とした設置の原則義務付け等)及び社債権者集會制度の改善を三つの柱とする改正法の要綱案が取りまとめられた。その後、同年6月4日に商法等の改正法が成立、同月14日に公布された(同年10月1日施行)。この改正により、社債発行限度を純資産額までと定めていた商法の規定が削除(併せて、担保付社債等について商法に定められる限度の2倍までの発行を可能としていた社債発行限度暫定措置法は廃止された。)され、社債発行限度規制が撤廃されることとなった。社債発行限度規制に対しては、それだけでは社債権者の保護に限界があること、比較法的にも諸外国にあまり例がないこと、ディスクロージャー制度の充実や格付制度の定着等の進展が見られること、企業の社債発行余裕枠が逼迫しており企業の資金調達の足かせとなっていることなど、その問題点が指摘されていた。社債発行限

度規制の撤廃と併せて、これに代わる社債権者の保護の仕組みとして、社債発行会社に対し、社債管理会社の設置が原則として強制されることとなった。²⁾

②適債基準及び財務制限条項の見直し・廃止

この間、平成2年11月以来約2年半ぶりとなる、公募債の適債基準及び財務制限条項の見直し³⁾も行われた。大蔵省は、平成5年3月26日に「普通社債、転換社債及び新株引受権付社債の適債基準及び財務制限条項の見直しについて」⁴⁾を公表し、適債基準については、(i)無担保社債（普通社債及び新株引受権付社債）について、従前の「A格相当以上」から「BBB格相当以上」に緩和⁵⁾するとともに、(ii)親会社保証付普通社債を導入し、その適債基準を、保証後A格相当以上で、発行会社（子会社）がBBB格相当以上又は純資産額100億円以上のいずれかを満たすこととした。また、無担保社債の財務制限条項については、(i)発行時に担保提供債務が純資産額の一定範囲以下であることを要するという「担保提供制限条項」について、(i)A格相当の普通社債・新株引受権付社債についての従前の取扱い（純資産額の50%以下）を廃止し、(ii)BBB格相当の普通社債・新株引受権付社債については、これを純資産額の25%以下とすることを要することとした。これに加えて、(ii)BBB格相当については、純資産額を200億円以上に維持するとの「純資産額維持条項」も付すこととした。(iii)導入された親会社保証付普通社債については、保証会社に対し、保証後格付に応じて、無担保普通社債と同様の財務制限条項を付すこととした。さらに、(iv)BBB格相当の転換社債について、財務制限条項として特定物件の留保が必要な場合を、純資産額200億円未満から純資産額100億円未満に緩和した。以上の見直しは、同年4月1日起債銘柄（発行決議ベース）から実施された。⁶⁾

適債基準及び財務制限条項については、先述の平成5年3月の見直しの公表時に、2年後（平成6年度末）までに基本的な見直しを行う方針が示されていたが、平成6年3月29日に閣議決定された「対外経済改革要綱」において社債発行に係る規制の見直しを進めるとされたことを踏まえて、同年6月に、無担保普通社債等の財務制限条項の見直しが行われた。すなわち「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見直しについて」⁷⁾が公表され、(i)BBB格相当の普通社債・新株引受権付社債について、財務制限条項のうち純資産額を少なくとも200億円以上に維持する旨の取扱いを廃止する⁸⁾、(ii)BBB格相当の転換社債について、財務制限条項として特定物件の留保が必要な場合（純資産額100億円未満）を廃止する措置が講じられた（同年7月1日起債銘柄（発行決議ベース）から実施。）⁹⁾

その後、平成7年3月31日、大蔵省は「社債の適債基準の撤廃等について」¹⁰⁾を公表し、(i)適債基準を廃止し、社債発行の自由化を図る¹¹⁾、(ii)財務制限条項の設定の義務付けに関するルールを撤廃し、以後は財務上の特約として当事者間で自由に

定めることとする、(iii)今般の適債基準等の基本的見直しに伴い、店頭登録会社のワラント債についても発行を認めることとする、等の見直し(平成8年1月1日以後に発行決議が行われる銘柄から実施。)を行うことを表明した。これら見直しに伴い、発行される社債に係る格付情報、当該社債に設定される財務上の特約の内容等が適切に有価証券届出書等の発行開示書類に記載されるよう所要の規定の整備を行うこととされ、平成7年6月19日に改正開示省令の公布等がなされた¹²⁾。そして、平成8年1月1日、社債適債基準、及び財務制限条項の設定義務付けが撤廃され、社債発行市場の自由化はほぼ完了するに至った。

(2) 大型私募債ルールの見直し

私募については、平成4年6月26日公布の金融制度改革法において「新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘であって有価証券の募集に該当しないもの」と定義され、その取扱いを証券業務とすることにより、私募の取扱いを証券取引法の不正取引規制等の対象とすることとされた(公募概念の見直しに係る開示制度の整備については本章第5節1(1)を参照されたい。¹³⁾。この私募債市場の整備¹⁴⁾に関しては、平成4年12月17日の「金融制度改革実施の概要について」¹⁵⁾において、公募・私募の適正なバランスの確保に配慮しつつ、社債市場の適正な機能の発揮を確保する等の観点から、発行ロット、転売制限等に係る措置を当面存置する等の実施概要が示された。これを受けて、大型私募債ルールの見直しが行われ、平成5年4月1日から実施された。この見直しでは、激変緩和措置として、発行ロット、転売制限等については当面基本的に維持する措置がとられ¹⁶⁾、①発行ロット及び年間発行額については従来の2倍とする、②私募の取扱業者全体の買受総額を発行額の50%以下とする、③発行後2年間の転売制限を付す、④販売単位は廃止する、⑤買受手数料は廃止する、⑥投資家の範囲として、少人数私募については限定なし、プロ私募については「証券取引法第二条に規定する定義に関する省令」(以下、「定義省令」という。)で定める「適格機関投資家」とする等、所要の改善策を講じることとされ、年間発行額、買受制限、転売制限等は通達により規定された。

その後、平成8年3月21日の「証券分野における規制緩和の基本的方向」において、市場原理に基づく企業の資金調達を実現するための方策として、私募債の発行制限等を撤廃する方針等が示された。これを受け、大型私募債ルールの見直しに係る通達改正が行われ、同年4月1日より、1回当たりの発行額、年間発行額及び年間起債回数¹⁷⁾の制限が撤廃されることとなった。同年3月29日の「規制緩和と推進計画(改定)」及び「証券分野の規制緩和について」には、以上の大型私募債ルールの見直しの内容が盛り込まれるとともに、平成10年度より一定の情報提供を前提として機関投資家間の転売制限を撤廃することも示された¹⁷⁾。その後、平成9年7月に資産流動化証券であ

る私募社債の適格機関投資家向け転売制限が撤廃され¹⁸⁾、さらに平成10年6月には、金融関係通達の見直し（本巻「金融行政」第2章参照）の一環として関係通達が廃止されたことにより、転売制限、買受制限の撤廃がなされた¹⁹⁾。

（3）社債の商品性の多様化

社債の商品性の多様化については、平成5年2月に2年債、20年債の発行がなされ、同年6月には、適債基準の見直し（本節2（1）参照）により導入された親会社保証付普通社債が発行された。その後、同年9月の「緊急経済対策」における規制緩和策に社債の商品性の多様化が盛り込まれた²⁰⁾ことを踏まえて、同年11月に5年債が発行され、社債の償還年限についての制約が取り除かれたことに続き、翌年の平成6年4月には変動利付債が発行された。さらに、平成5年12月21日の「手続きの簡素化、規制の緩和等について」²¹⁾等を受けて、平成6年3月にデュアルカレンシー債（元本払込み及び利払いの通貨と償還時の通貨が異なる債券）、平成7年3月にはステップアップ債（期限前償還がなされない場合に償還期限まで従来より高い金利が支払われる債券）の発行がなされたほか、同年12月に懸賞付社債が発行された。

このような商品性の多様化に加えて、平成7年9月には社債管理会社を設置しない財務代理人方式²²⁾での起債も行われた。同方式の適用により手数料の大幅な低下が見込まれたこともあって、平成8年1月の適債基準の撤廃後には同方式での起債が大幅に増加した²³⁾。また、この間の平成7年7月には、発行登録制度の利用適格要件が緩和され（本章第5節1（3）参照）、これにより、市場環境を見ながら機動的に起債することができる企業が増えた。また同年7月には、ブックビルディング方式を用いた場合の条件決定に係る訂正届出書について、即日の効力発生が認められることとなった（本章第5節1（3）参照）ため（従前は翌日に効力が発生。）、証券会社は条件決定後直ちに販売に移ることが可能となり、発行体と投資家は価格変動リスクを避けることができることとなった²⁴⁾。

平成8年以降も、社債の商品性の多様化は進展し、平成8年1月にコーラブル債（発行会社が繰上げ償還を行い得る債券）、同年9月に資産流動化社債が発行された。なお、後者の資産流動化社債については、同年2月、資産流動化証券の国内発行に向けて開示制度の整備が行われ、同年4月には「特定債権等に係る事業の規制に関する法律施行令」の改正（平成8年3月27日公布、同年4月1日施行）によりリース・クレジット債権に係る資産担保型証券が導入されるなど、制度的な手当が行われていた²⁵⁾。

（4）エクイティ債（転換社債・新株引受権付社債等）の商品性の多様化

この間、転換社債（財務制限条項の見直しについては本節2（1）を参照されたい。）の多様化も進み、平成5年2月にはハイクーポン・ハイプレミアム債²⁶⁾（4年債）の

発行がなされた。償還年限の多様化も進み、平成5年から平成6年にかけて、2年債、3年債、5年債が国内転換社債で初めて発行された²⁷⁾。また、平成7年2月に決着文書が公表された日米包括協議・金融サービス協議では、他社株転換可能債が証券取引法上の有価証券(社債券)に該当することが確認された²⁸⁾。さらに、平成7年12月15日の「証券分野の規制緩和等について」において、割引発行方式の転換社債(ゼロ・クーポン転換社債)、投資家が途中で償還を要求できる権利が付与された転換社債(プット・オプション転換社債)の発行を認める方針が示され、平成8年3月29日の「証券分野の規制緩和等について」において、転換価格を期中において下方修正することのできる条項が付いた転換社債(転換価格下方修正条項付転換社債)、及び償還期限が4年未満の転換社債の発行に規制が存在しないことが改めて確認された²⁹⁾。

新株引受権付社債については、平成7年3月31日、社債適債基準の見直しに伴い店頭登録会社の新株引受権付社債の発行を認める方針が示され、翌年の平成8年1月1日から社債適債基準の廃止と併せて店頭登録会社の新株引受権付社債の発行が解禁された。

(5) CP(コマーシャル・ペーパー)発行に係る見直し

CPについては、平成4年6月26日公布の金融制度改革法において、金融の証券化に対応するため、新たに証券取引法の有価証券に位置付けられることとなった³⁰⁾。CPの発行適格要件等は従来どおり(発行適格企業³¹⁾を一定の格付を取得した上場法人、証券取引法上の継続開示を3年以上行っている非上場法人等に限定するなど、投資者保護の観点から一定のルールが設けられたほか、償還期間を2週間以上9か月以内とする等)であったが、発行の迅速性が高いことを踏まえて簡素化された手続である「発行登録制度」の利用をより広く認めるよう特例が設けられた(本章第5節1(1)参照)。その後、平成7年3月の「規制緩和推進計画」において、発行登録制度の利用適格要件の緩和を行うとされたことを受け、発行登録制度における継続開示要件の緩和(CPの継続開示期間は2年間から1年間へ短縮)が講じられた(同年7月実施)³²⁾。

さらに、平成7年9月20日の「経済対策一景気回復を確実にするために―」を受けて、償還期間2週間未満のCPの発行の解禁(同年10月31日から実施)が講じられた³³⁾。加えて、同年12月15日の「証券分野の規制緩和等について」において、CPの発行適格基準の実質的廃止(発行体の要件(取引所に上場していること又は3年以上継続開示を行っていること)の撤廃、格付要件を投資適格として最低の水準であるA-3格相当以上に緩和)及び償還期間の緩和(9か月以内から1年未満(短期金融商品として最長)へ)が公表され、平成8年4月1日に実施された³⁴⁾。その後、平成10年6月には金融関係通達の見直し(本巻「証券行政」第3章参照)の一環として関係通達が廃止されたことにより、CPの商品規制は撤廃された³⁵⁾。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』11ページ。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』11-12ページ。『大蔵省証券局年報 平成6年版』7ページ。
- 3) この間の平成4年7月16日には外債の適債基準の緩和が発表され、居住者外債（ユーロ円債等）や非居住者国内債の格付基準における数値基準の廃止などがなされた（同年8月1日実施。）（大蔵省「外債発行に係る適債基準の緩和について」（平成4年7月16日新聞発表）『証券業報』平成4年8月号12-22ページ）。
- 4) 大蔵省「普通社債、転換社債及び新株引受権付社債の適債基準及び財務制限条項の見直しについて」（平成5年3月26日）『大蔵省証券局年報 平成5年版』13-16ページ。
- 5) 居住者外債及び非居住者国内債の適債基準についても、同様の緩和措置（「A格相当以上」から「BBB格相当以上」へ緩和し、BBB格については純資産額200億円以上とする等。）が講じられ、平成6年1月1日に実施された。また、同じく平成6年1月1日に、非居住者ユーロ円債のうちいわゆるソブリンものについて、発行後90日間は本邦投資家に販売できないとする「還流制限」が撤廃された（大蔵省「国際金融取引に係る規制緩和について」（平成5年12月21日新聞発表）『証券業報』平成6年1月号59-69ページ）。なお、非居住者ユーロ円債については、平成5年7月12日に適債基準が撤廃されていた（「最近の証券市場」『証券業報』平成5年8月号4ページ、115ページ）。
- 6) なお、格付を巡る状況について付言すると、証券不祥事を受けて行政の透明性向上の観点から、行政による格付利用については、制度ごとに法令上の根拠を置いたうえで、用い得る格付を付与する格付機関を大蔵大臣が指定する仕組みが設けられるようになった。具体的には、平成4年7月、発行登録制度等の利用適格要件に格付基準を導入するとともに（開示省令改正）、用い得る格付を付与する格付機関について大蔵大臣が有効期間を定めて指定した。このように、格付機関の位置付けについて、法令上の明確化が図られた（第1章第5節1（1）参照）。
- 7) 大蔵省「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見直しについて」（平成6年6月28日新聞発表）『大蔵省証券局年報 平成6年版』10ページ。
- 8) 居住者外債及び非居住者国内債についても同様に、BBB格相当の場合は純資産額200億円以上とする旨の取扱いが廃止された。また、親会社保証付居住者ユーロ円債の発行が認められ、親会社保証付普通社債と同様の適債基準（保証後A格相当以上、発行者がBBB格相当以上又は純資産額100億円以上）が設けられた（大蔵省「国際金融取引に係る規制緩和について」（平成6年6月28日新聞発表）『証券業報』平成6年7月号174-178ページ）。
- 9) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』7-10ページ。
- 10) 大蔵省「社債の適債基準の撤廃等について」（平成7年3月31日新聞発表）『大蔵省証券局年報 平成7年版』11ページ。
- 11) 国内債の適債基準の撤廃と併せて、居住者外債及び非居住者国内債の適債基準も撤廃（平成8年1月以降に発行される銘柄から適用。）されることとなったほか、いわゆるソブリンもの以外の非居住者ユーロ円債の還流制限も撤廃されることとなった（大蔵省「国際金融取引に係る規制緩和について」（平成7年3月31日新聞発表）『証券業報』平成7年4月号73-87ページ）。非居住者ユーロ円債の還流制限の撤廃は当初、平成8年1月から実施されることとされていたが、平成7年8月2日に大蔵省が公表した「円高是正のための海外投融資促進対策について」（大蔵省財政金融研究所『財政金融統計月報』第521号8ページ）を受けて、同日、前倒しで撤廃された（「最近の証券市場」『証券業報』平成7年

- 8月号5ページ。『月刊 資本市場』平成7年9月号61-62ページ)。さらに、平成7年12月15日の大蔵省「証券分野の規制緩和等について」において居住者ユーロ円債の還流制限期間の短縮・撤廃の方向性が示されたことを受け、平成8年4月に居住者ユーロ円債の還流制限が90日間から40日間へ短縮された(「非居住者ユーロ円CP発行ルール廃止について」『証券業報』平成8年4月号34-37ページ)。なお、居住者ユーロ円債の還流制限は平成10年4月1日から撤廃された(「證券経済日誌」『証券業報』平成10年4月号178ページ)。
- 12) 『大蔵省証券局年報 平成7年版』10-11ページ。「規制緩和及び適債基準等の撤廃に伴う開示省令及び通達の改正について」『証券業報』平成7年7月号45-73ページ。
 - 13) 「金融制度及び証券取引制度改革のための関係法律の整備等に関する法律」について『ファイナンス』平成4年9月号4-28ページ。
 - 14) 平成3年6月19日の証券取引審議会報告書(「証券取引に係る基本的制度の在り方について」)において、私募については、取引の公正の確保の必要性等とともに、譲渡に関しての一定の制約、一定期間の転売制限、手数料等の見直し等の必要性が示されていた。
 - 15) 大蔵省「金融制度改革実施の概要について」(平成4年12月17日新聞発表)『証券業報』平成5年1月号49-54ページ。
 - 16) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』12-16ページ。
 - 17) 『証券年報 平成8年版』59-60ページ。「証券分野の規制緩和に係る関係省令及び通達の改正について」『証券業報』平成8年4月号別冊2-84ページ。
 - 18) 資産流動化証券である私募社債の適格機関投資家向け転売制限の撤廃は、担保不動産流動化策の一環として行われたものであった(「資産流動化証券である私募社債の転売制限の撤廃等に係る「新有価証券に係る証券業務及び私募の取扱い業務の遂行について」通達の一部改正について」『証券業報』平成9年7月号11-16ページ)。
 - 19) 日本証券業協会『公社債年鑑 平成10年版』10-12ページ。
 - 20) 平成5年9月30日公表の大蔵省証券局「手続きの簡素化等について」にも、5年債及び変動利付債の導入を可及的速やかに実施する旨が盛り込まれた(大蔵省証券局「手続きの簡素化等について」(平成5年9月30日)『大蔵省証券局年報 平成6年版』57-59ページ)。
 - 21) 平成5年12月21日公表の大蔵省証券局「手続きの簡素化、規制の緩和等について」、及び同日公表の大蔵省国際金融局「国際金融取引に係る規制緩和について」において、デュアルカレンシー債及びステップアップ・ステップダウン債の発行に制約がない旨の確認が行われた(「規制緩和措置等について」『証券業報』平成6年1月号50-69ページ)。
 - 22) 社債管理会社の不設置は、商法上、額面1億円以上又は社債枚数50枚未満の発行に対して認められていた。
 - 23) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』12ページ。『大蔵省証券局年報 平成6年版』8-9ページ。『証券年報 平成8年版』90ページ、98ページ。『証券年報 平成9年版』10ページ。
 - 24) 『証券年報 平成9年版』131ページ。「規制緩和及び適債基準等の撤廃に伴う開示省令及び通達の改正について」『証券業報』平成7年7月号45-74ページ。
 - 25) 『証券年報 平成9年版』130-131ページ。「証券取引法施行令第3条の4第3号に掲げる特定有価証券を定める省令等の一部を改正する省令」の公布等について『証券業報』平成8年3月号14-50ページ。
 - 26) ハイクーポン・プレミアム債は、通常より高めのクーポン・レートを設定する一方、転換価格の時価に対するアップ率を高く設定することによって、投資家は高利回りを得ること、発行会社は株式への転換の早期行使を回避し株価への影響を抑えることが期待される

ものであった（『大蔵省証券局年報 平成5年版』19-20ページ）。

- 27) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』79ページ、90ページ。
 なお、5年債については平成5年9月30日公表の大蔵省証券局「手続きの簡素化等について」を受けて発行が促進され、実現を見たものであった。また、4年未満の転換社債については、時価発行増資と性格が類似することから、同年12月21日公表の大蔵省証券局「手続きの簡素化、規制の緩和等について」において、時価発行公募増資と同様に「投資魅力が高く、株式市場の活性化に資するような銘柄に限る」とされた。
- 28) 「日米包括協議における証券関係の措置事項について」『証券業報』平成7年2月号47-54ページ。
- 29) 『証券年報 平成8年版』82-83ページ。
- 30) 金融制度改革法のほか、平成5年3月3日公布の政省令により、①国内企業発行のCPのほか、②国外企業発行のCP、③外国法人発行の証券・証券で貸付債権の信託受益権を表示するもの、④外国金融機関の譲渡性預金（CD）、⑤住宅ローン債権信託受益権の5種類が新たに有価証券と定められた。
- 31) なお、平成5年6月30日には貸金業・リース業等のCP発行解禁が、平成6年4月1日には保険会社のCP発行の解禁が行われた。さらに平成7年3月には、日米包括協議・金融サービス協議の合意を受けて、外国証券会社による国内CPの発行が認められた（『旬刊商事法務』平成5年7月15日号47ページ。『旬刊商事法務』平成6年4月25日号54ページ。大蔵省証券局「日米包括協議における証券関係の措置事項について」（平成7年2月）『証券業報』平成7年2月号47-54ページ。「証券法第42条及び第42条の2に基づく兼職及び証券会社等の兼業の承認について」通達の一部改正について（蔵証第451号）等の示達について」『証券業報』平成7年4月号91-104ページ）。
- 32) 「規制緩和及び適債基準等の撤廃に伴う開示省令及び通達の改正について」『証券業報』平成7年7月号45-74ページ。
- 33) 併せて、平成7年10月31日には、ユーロ円CPの還流制限（発行後2週間は国内に持ち込むことができない。）の撤廃も行われた（「『新有価証券に係る証券業務及び私募の取扱い業務の遂行について』通達の一部改正について」（蔵証第1629号）の示達等について」『証券業報』平成7年11月号8-14ページ。大蔵省「証券分野の規制緩和等について」（平成7年12月15日）『証券業報』平成8年1月号16-23ページ）。
- 34) 『証券年報 平成8年版』49-50ページ、58-59ページ。大蔵省「証券分野の規制緩和等について」（平成7年12月15日）『証券業報』平成8年1月号16-23ページ。「非居住者ユーロ円CP発行ルール廃止について」『証券業報』平成8年4月号34-35ページ。
 国内CPの発行に係る規制緩和と併せて、平成8年4月には、非居住者ユーロ円CPの発行ルールが撤廃されるとともに、国外で発行されたCPの国内持込みに係る規制については国内基準と同様にA-3格相当以上、償還期間1年未満へと緩和された。
- 35) 日本証券業協会『公社債年鑑 平成10年版』10-12ページ。

3 株式発行市場及び株式公開制度の整備・改善

(1) エクイティ・ファイナンスの再開に向けた施策

第1章で述べたとおり、エクイティ・ファイナンスは平成2年3月以降停止状態と

なっていたが、平成4年4月に新たな利益配分ルールが実施され、同年5月には引受けに関する自主規制ルール（日本証券業協会「有価証券の引受けに関する規則」（公正慣習規則第14号））が整備される等、エクイティ・ファイナンスの再開に向けた準備が進められていた。こうした中、平成4年8月28日の「総合経済対策」に株式公開制度の見直しが盛り込まれ、これを受けて大蔵省から、証券取引所、日本証券業協会等に対して、より公正で円滑な株式公開の仕組みについて早急に検討を行うよう要請が行われた。その結果、同年11月に証券取引所及び日本証券業協会はそれぞれ「株式公開制度の改善要綱」¹⁾を取りまとめ、翌12月に関係規則²⁾を改正し、新制度は12月28日より実施された。改善前の株式公開制度については、入札の結果、公開価格が高く設定され株式公開後に価格が下落する例が見られることや、3月期決算の企業が多いことから公開時期が一定の時期（11月～3月）に集中すること等が指摘³⁾されていた。そのため、改善策においては、①公開価格の決定方式の見直し：現行の公開価格（一般競争入札による落札加重平均価格）を基準としつつ、引受証券会社が入札状況、期間リスク等を総合的に勘案して公開価格を決定（決定理由等を訂正届出書等により開示）する、②入札手続の見直し：入札が不成立となる要件（総入札申込数が公開株式数の25%未満）を明確にするとともに、入札実施前までの間、需要見通し等を勘案して入札対象株式数を弾力的に変更可能とする、③公開時期の平準化：審査時期を早めること等により、できる限り公開時期を平準化する、④公開日程の短縮、⑤投資情報の充実、等が講じられた⁴⁾。

他方、時価発行増資は、株式市場が低迷する中で引き続き中止状態が続いていた。時価発行増資は、株式市場の重要かつ代表的な機能の一つであり、基本的には早急に再開されるのが望ましいと考えられたが、一方で、昭和62年以降の大量発行がその後の株式市場の需給圧迫要因となっており、時価発行増資を安易に再開すれば株式市場の需給に悪影響を与える等の指摘もあった。こうした中、平成5年夏以後、日本証券業協会に設置された「時価発行公募増資等に関する研究会」において、昭和62年以降の大量の時価発行公募増資の問題点及び改善策について検討が進められた。そして、平成5年12月21日、大蔵省は、証券分野における規制緩和策の一環として「時価発行公募増資の再開について」⁵⁾（以下、「ガイドライン」という。）を公表し、当面、投資魅力が高く、株式市場の活性化に資するような銘柄から再開されるよう環境整備を行うことを表明するとともに、「投資魅力が高く、株式市場の活性化に資する銘柄」の具体的な目安として、①ROE（Return on Equity: 株主資本利益率）が概ね10%以上であり、増資後の2割増配を公約し、かつ潜在株式数（転換社債等）の発行済株式数に占める割合が1割未満であること、あるいは、②1対1.5以上の大幅な株式分割を今後実施することを公約すること（この場合①の各要件をすべて緩和）、若しくは過去に大幅な株式分割ないし今後単位のくくり直しを実施すること（この場合①のうちROE

を8%程度以上に緩和。)を示した。日本証券業協会もこの直後の12月27日に時価発行公募増資の改善策に係る検討結果を「中間報告」⁶⁾として取りまとめた。その中には、「マーケットメカニズムに立脚した発行を図るためのブックビルディングや発行登録制度の活用や引受シンジケート団の編成」、「引受審査の充実等、幅広い改善策」が盛り込まれた。日本証券業協会では、この中間報告に沿って翌月の平成6年1月19日に規則が改正され、引受けに当たり投資需要の調査を行う(ブックビルディング方式)、必要に応じ引受団・販売団を編成する等の規定が盛り込まれ、同規則は同日から施行された⁷⁾。また、大蔵省も同年1月25日付で「企業内容等の開示に関する取扱通達」(以下、「開示通達」という。)を改正し、ブックビルディング方式による場合、有価証券届出書(仮条件を記載。)の訂正届出書(確定された発行条件を記載。)の効力発生期間を短縮すること(中1日から翌日へ⁸⁾)、発行登録制度を利用してブックビルディング方式による勧誘を行う場合にも訂正発行登録書の提出翌日に効力が発生するよう発行登録の効力停止期間を短縮すること等の措置を講じた⁹⁾。

また、前述のガイドラインは当面の措置であり、株式市場の機能を継続して制約していくことは望ましくないとの認識の下に、平成7年3月31日の「規制緩和推進計画」において平成7年度中に「緩和ないし撤廃の検討を行い結論を得る」とされたことも踏まえ、エクイティ・ファイナンスの在り方について検討が進められた。そして、平成8年3月21日、日本証券業協会からエクイティ・ファイナンスにおけるディスクロージャーの改善についての基本的な方針¹⁰⁾が発表されると、同日、大蔵省は、以後これに沿って具体的な措置が講じられることにより発行者及び引受証券会社による十分なディスクロージャーが行われることが期待されるとして、日本証券業協会の具体的措置の実施に併せて同年4月にもガイドラインを撤廃する旨を公表した¹¹⁾。さらに同年3月29日の「証券分野の規制緩和について」においては、ガイドラインの撤廃のほか、公募増資に係る1株当たりの利益・配当基準及び数量制限の撤廃、利益配分ルール¹²⁾の撤廃、時価発行公募増資における株価審査の廃止も併せて公表された。時価発行公募増資に係るこれら一連の規制緩和措置を実施するため、同年4月24日に日本証券業協会において規則改正等が行われた。これを受けて、同日、ガイドラインは撤廃された¹²⁾。

この間、株式公開も活発化し、株式公開社数は平成6年には新規上場(57社)、新規店頭登録(107社)合わせて164社と過去最高を記録していた¹³⁾が、平成7年4月に週当たり公開会社数の制限(週当たり3~5社)が撤廃される¹⁴⁾と株式公開はますます活発化した。とりわけ、店頭登録市場に対してはベンチャー企業等の資金調達を円滑化する役割が期待されていたこともあって、日本証券業協会において研究開発型企業等を対象に店頭登録基準に特則を設けることにつき検討が行われ、平成7年7月19日に店頭特則市場が創設されるに至った(本節7参照)。新規事業を行う新興企業を対

象とした株式公開制度の導入については証券取引所においても検討が行われ、東京証券取引所等は、同年11月に市場第二部特則銘柄制度を創設すること等を打ち出した。また、株式上場基準等の緩和（少数特定者持株数、利益、設立後経過年数等の要件緩和）、子会社の上場に関する審査基準の明確化等の措置も併せて講じることが表明された。これらの措置は、証券取引所の規則改正を経て、平成8年1月1日に実施に移された。

（2）東京市場の国際化に向けた取組み

東京市場の国際化も重要な課題であった。この関連で、大蔵省は、平成5年12月21日に、規制緩和の一環として、日本国内で公募される外国株式の範囲を拡大し、OECD加盟国以外の国・地域の証券取引所に上場されている株式についても、投資者保護の観点から投資情報の開示等が整備されている場合には日本国内での公募を認めるとの方針を打ち出し、これを受けて日本証券業協会において外国株式の国内公募の引受け等の取扱基準¹⁵⁾が定められ、平成6年2月1日から実施された。

平成6年夏以降には、日本の証券市場の空洞化が生じつつあるのではないかとの議論が行われるようになった。空洞化として取り上げられた諸現象（①外国証券会社等のアジアにおける拠点の移転、②アジア企業のアメ리카での上場、③東京証券取引所外国部における上場廃止会社数の増加、④国外市場における日本株取引の増加等）の背景にはそれぞれに様々な要因が複合的に働いており、また、その中にはむしろ日本の証券市場の国際化と捉えるべき事象も含まれていると考えられた。そのため、大蔵省はそれぞれの現象に即して要因分析を行い、そのうえで、同年12月20日に「外国株市場活性化策について」¹⁶⁾を公表し、外国企業に係る開示費用の軽減と外国株に係る上場基準の見直し等を打ち出した。前者については、開示省令を改正し、外国企業が提出する有価証券報告書に添付される年次報告書の翻訳を不要とするほか、記載事項の簡素化等の措置を講じた（平成7年1月1日施行）。後者については、東京証券取引所において、外国部上場基準の大幅緩和（上場外国会社の規模（純資産額等）に関する要件の大幅引下げ、本国市場での上場要件の撤廃等）、上場手数料の引下げ、投資単位の引下げ（全ての銘柄の最低売買単位が50万円以下となるよう規則が改正された。）等が行われた（一部を除き平成7年1月1日に実施された。）¹⁷⁾。なお、東京証券取引所外国部上場基準については、平成7年12月15日の「証券分野の規制緩和等について」の中で、東京証券取引所規則の改正により設立後経過年数要件を5年から3年に緩和することが公表された¹⁸⁾。

こうした基準の緩和等を受けて、平成8年2月29日に、アジア企業による初めての東京証券取引所の上場が実現した。東京証券取引所は、当該アジア企業の上場に先立ち、外国株券の売買取引・決済制度の見直しと売買取引等に係る諸費用の引下げを打

ち出した¹⁹⁾。東京証券取引所は同年6月1日に外国企業に係る上場手数料についても、負担軽減を図る観点からの見直しを実施した²⁰⁾。大阪証券取引所においても、平成8年10月1日、アジア太平洋地域で設立された中堅企業を対象とした外国株式市場が創設された²¹⁾。

〔注〕

- 1) 例えば、東京証券取引所「株式公開制度の改善要綱」（平成4年11月17日）（『月刊 資本市場』平成4年12月号 71-72ページ）や日本証券業協会「株式公開制度の改善要綱」（平成4年11月18日）（『証券業報』平成4年12月号 19-21ページ）がある。
- 2) 東京証券取引所「上場前の公募又は売出し等の規制に関する規則」、日本証券業協会「店頭売買有価証券の登録及び価格の公表等に関する規則」（公正慣習規則第2号）に関する細則」等。
- 3) 『月刊 資本市場』平成4年12月号 33-34ページ。
- 4) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』20ページ。『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』（平成12年、東京証券取引所）19-21ページ。
- 5) 大蔵省証券局「時価発行公募増資の再開について」（平成5年12月21日）『大蔵省証券局年報 平成6年版』13-14ページ。
- 6) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』12-15ページ。
- 7) 日本証券業協会「有価証券の引受けに関する規則」（公正慣習規則第14号）の一部改正について『証券業報』平成6年2月号 41-46ページ。
- 8) ブックビルディング方式による場合の訂正届出書の効力発生期間については、平成7年7月1日に、翌日から即日へと改められた（本章第5節1（3）参照）。
- 9) 「企業内容等の開示に関する取扱通達の一部改正—有価証券届出書等の効力発生に関する取扱い—」『旬刊 商事法務』平成6年2月5日号 16-20ページ。
なお、ブックビルディング方式による場合の訂正届出書の効力発生期間の短縮等については、平成5年12月21日公表の大蔵省証券局「手続きの簡素化、規制の緩和等についても掲げられていた（『大蔵省証券局年報 平成6年版』59-64ページ）。
- 10) 日本証券業協会「エクイティ・ファイナンスの自由化とそれに伴うディスクロージャーの充実について」（平成8年3月21日）『証券業報』平成8年4月号 85-87ページ。
エクイティ・ファイナンスに係るディスクロージャーの充実策として、発行会社に対し、発行決議時の記者発表資料において、調達資金の用途等に係る記載内容を充実するよう要請する等の措置を講じるとされた。
- 11) 大蔵省「時価発行公募増資のガイドラインの撤廃とディスクロージャーの充実について」（平成8年3月21日新聞発表）『証券業報』平成8年4月号 87ページ。
- 12) 『証券年報 平成8年版』13-14ページ。
- 13) 「証券市場をめぐる諸問題と行政」『証券業報』平成7年10月号 29-47ページ。
- 14) 週当たり3～5社の公開会社数制限を平成7年4月に撤廃する方針については、平成6年12月27日に日本証券業協会及び各証券取引所から表明されていたほか、平成7年3月31日の「規制緩和推進計画」においても規制緩和事項の一つとして掲げられていた。
- 15) 日本証券業協会「外国株式の国内公募の引受等について」（理事会決議）の制定等につ

いて」(平成6年2月1日)『証券業報』平成6年2月号 25-40ページ。

- 16) 大蔵省「外国株市場活性化策について」(平成6年12月20日)『大蔵省証券局年報 平成7年版』52-53ページ。
- 17) 『大蔵省証券局年報 平成7年版』52-53ページ、62-64ページ。
- 18) 大蔵省「証券分野の規制緩和等について」(平成7年12月15日)『証券業報』平成8年1月号 16-23ページ。
- 19) 『月刊 資本市場』平成8年2月号 33-34ページ。東京証券取引所「アジア地域の企業の上場に伴う対応等について」『月刊 資本市場』平成8年3月号 110-111ページ。
- 20) 『証券年報 平成9年版』28ページ。『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』(平成12年、東京証券取引所) 83ページ、902ページ。
- 21) 『月刊 資本市場』平成8年8月号 100-101ページ。『開設五十周年記念 大阪証券取引所史 第4巻』(平成13年、大阪証券取引所) 263-265ページ。

4 債券流通市場に係る改善・見直し

(1) 社債流通市場の整備に向けた取組み

本節2で述べたように、社債発行市場は諸規制・諸慣行の見直し・撤廃等により活性化が図られたが、流通市場における社債の取引は低調であった。社債の発行条件には市場の実勢が適切に反映されることが重要であり、そのためには流通市場において適正な価格形成が行われることが重要であるところ、社債流通市場の整備に向けて検討を行う動きが強まった¹⁾。

平成5年6月14日に開催された「格付についての懇談会」においては、同懇談会を「格付を巡る証券市場懇談会」に改組し、流通市場の整備等を含め広く証券市場の諸課題について市場関係者の意見交換を進めていくことが決定された。同懇談会では、「市場の在り方について」が検討テーマの一つに掲げられ、同年10月から、「第二作業部会」において社債流通市場の問題について検討が開始された(本節4(4)参照)。

また、日本証券業協会においても社債流通市場の改善に関する施策が実施された。平成6年1月19日には、選択権付債券売買取引の期間制限を1年から1年3か月へ延長する措置が講じられた²⁾。また、同年8月には、公社債店頭気配発表制度の見直し(公社債店頭基準気配発表銘柄について、単利利回りの発表に加えて複利利回りの発表を行う等。)が発表された³⁾。ほか、債券の条件付売買取引及び着地取引の売買対象債券等の範囲に国内・国外CP等を追加する等の見直しがなされた⁴⁾。平成7年6月には、債券の小口取引の円滑化のため小口取引に係る値幅制限の緩和が行われ、市場の大幅な変動、個別銘柄の価格形成に著しい影響を与える事態の発生等の場合には、大口取引と同様に小口取引についても一定の変動幅を上乗せするようルールの変更が行われた⁵⁾。さらに平成8年11月20日には公社債基準気配発表制度の改善策が発表され、平成9年4月から、基準気配発表銘柄の拡大、基準気配の発表、基準価格算定方法の単

利回りから複利利回りへの変更等の見直しが実施された⁶⁾。

(2) 債券貸借取引市場の整備

平成8年1月、債券貸借取引の担保金に係る規制緩和が行われ、これにより担保付債券貸借市場が整備されることとなった。

従前の債券貸借取引のルールには、債券貸借取引における現金担保への付利制限(有担保コールレート翌日物マイナス1%を上限とする。)及び取引担保金の下限制限(貸借対象債券の時価の1.05倍を下限とする。)が設けられており、この付利制限のため、日本では現金担保による債券貸借取引は行われず、無担保での債券貸借取引が主流となっていた。しかしながら、平成7年2月のベアリング証券の問題(本巻「証券行政」第2章参照)以降、無担保での債券貸借取引に慎重な姿勢を示す市場関係者が増加したことから、債券貸借取引市場の規模の縮小が懸念されるようになり、債券貸借取引制度を見直す動きが強まった。

こうした中、まず平成7年9月20日の「経済対策一景気回復を確実にするために一」に平成7年中を目処に債券貸借取引における現金担保への付利制限を廃止する旨が盛り込まれ、次いで同年12月15日の「証券分野の規制緩和等について」に債券貸借取引における担保金(額)の下限制限を廃止することが盛り込まれた。これらを受けて、日本証券業協会は平成7年12月20日に自主ルールを見直し、債券貸借取引における現金担保への付利制限及び取引担保金の下限制限を廃止し、平成8年1月1日に実施に移した。さらに同年3月19日に日本証券業協会において債券貸借取引の基本契約書(雛型)が作成されると、同年4月から担保付債券貸借取引が本格的に行われるようになった⁷⁾。

(3) 外貨建てワラントの流通市場の整備

外貨建てワラントの流通市場の整備に関してはまず金融制度改革に伴う措置がとられた。すなわち、銀行等の証券子会社が行うエクイティものの流通業務が、その発行業務の延長として行われる必要最小限のものに限るとされたことに伴い、平成5年6月16日に、日本証券業協会において、証券子会社は外貨建てワラントのマーケット・メイク銘柄のマーケット・メイカーになることができないこと等を内容とする自主ルールの整備が行われ、7月から実施された⁸⁾。その後、平成6年10月6日には、同協会の自主ルールの見直しにより、外貨建てワラントのマーケット・メイクの強化が図られ、従来、残存行使期間「1年未満」となったものをマーケット・メイク銘柄から外すとされていた取扱いが「6カ月未満」へと短縮(すなわちマーケット・メイク期間が延長)された⁹⁾。そして平成7年10月27日には、マーケット・メイク期間が「行使期限の直前まで」へとさらに延長されたほか、マーケット・メイク銘柄の対象

の拡大（マーケット・メイク銘柄の選定基準を廃止し、売出しを行った銘柄のすべてをマーケット・メイク銘柄とする。）等の見直しが行われた¹⁰⁾。

（４） 受渡し・決済制度の改善に向けた検討

社債流通市場の問題として、市場の基盤として重要な「受渡し・決済制度」の整備が立ち遅れていることが、社債流通市場が活発でない原因の一つであるとの指摘¹¹⁾がなされていた。このため、平成5年10月より、「格付を巡る証券市場懇談会」の「第二作業部会」の場において、受渡し・決済制度の改善について、従来検討がなされてきた社債登録制度の改善案に加えて、振替決済制度の導入案¹²⁾、法改正を含まない改善策について市場関係者により検討が行われた。結局、同懇談会参加者の最終的な合意には至らなかった。しかし、この問題について引き続き検討を続けるべきであるとの点については意見が一致し、適切な場に舞台を移して検討を継続することとされた¹³⁾。

本節2（1）で述べたように、平成7年3月31日には社債適債基準及び財務制限条項の設定の義務付けを撤廃する方針が公表され、これに沿って平成8年1月に社債発行市場の整備・自由化がほぼ完了すれば、社債の発行量がさらに拡大していくことが見込まれた。このため、その受け皿となる社債流通市場、特にそのインフラである受渡し・決済制度の改善は喫緊の課題であった。こうした中、平成7年7月に大蔵省証券局長の私的研究会として「社債受渡し・決済制度研究会」が設けられ、社債流通市場の基盤である受渡し・決済制度の改善について検討が行われた。同研究会は、早急に実現可能なものであること、市場関係者が進んで利用するものであることの二つの前提の下に、①決済遅延の解消が図られること、②DVP（証券と資金の同時決済：Delivery Versus Payment）が実現されること、③将来への発展性があること、④制度の中立性が確保されていること、⑤効率的でコストがリーズナブルであることの五つの条件に沿った具体的改善策を策定すべく検討を行い、平成8年5月28日に報告書「社債受渡し・決済制度の改善に向けて一国際的な水準の流通市場の構築を目指して一」¹⁴⁾を取りまとめ、公表した。同報告書で示された具体的な改善策は、①登録済証を廃止し、電子的な指示のみで証券決済（移転登録）が迅速に実行されるようにする、②取引当事者等と登録機関を結ぶオンライン・ネットワークを構築する、③ネットワークを円滑に機能させるためのネットワーク運営法人として中継機関（市場関係者の出資による株式会社）を創設することの三つを基本的な骨格とし、さらにこのネットワークを日銀ネット（営業系）に接続してDVPの実現を図るというものであり、平成9年中のオンライン・ネットワークの稼働を期待するとした¹⁵⁾。この報告書を踏まえ、平成8年6月から市場関係者により中継機関の設立に向けた準備作業が進められ、同年11月27日に幅広い市場参加者からの出資を受けた中継機関として「株式会社社債券

決済ネットワーク」が設立された（第3章第4節3（5）参照）¹⁶⁾。

なお、国債の決済については、毎月「五・十日」（ごとうび）に集中して決済を行う方式から、取引日の7営業日後（T+7）に順次毎営業日に決済を行っていくローリング決済方式へ移行することがこの間の平成7年11月28日に公表されていた¹⁷⁾。ローリング決済方式の下では、取引日から決済日までの期間が短くなるため、決済に必要な資金や債券の玉（ぎょく）を速やかに手配することが必要となるが、本節4（2）で述べたとおり担保付債券貸借取引制度の整備がなされたこともあって、平成8年9月19日の約定分から国債の大口取引はローリング決済へと移行した¹⁸⁾。

〔注〕

- 1) 平成5年6月4日に公社債引受協会が報告書「普通社債流通市場の改善に向けて」を発表したほか、同年9月には、日本証券業協会と公社債引受協会とが合同で決済制度等専門委員会を設置するといった動きが見られた（『旬刊 商事法務』平成5年6月15日号 42ページ。「最近の証券市場」『証券業報』平成5年10月号 5-6ページ）。
- 2) 日本証券業協会「「選択権付債券売買取引の取扱いについて」（理事会決議）の一部改正について」『証券業報』平成6年2月号 47ページ。
- 3) 日本証券業協会「公社債店頭基準気配銘柄の複利利回りの発表等について」『証券業報』平成6年9月号 61-64ページ。
- 4) 「「債券の条件付売買取引の取扱いについて」（理事会決議）及び「債券の着地取引の取扱いについて」（理事会決議）の一部改正について」『証券業報』平成6年9月号 53-60ページ。
- 5) 『大蔵省証券局年報 平成7年版』21ページ。この措置は平成7年3月の「規制緩和推進計画」に盛り込まれていたものであった（「規制緩和推進計画について」（平成7年3月31日閣議決定）『規制緩和推進の現況（平成7年7月）』（平成7年、大蔵省印刷局）資料編 20-175ページ）。
- 6) 日本証券業協会「公社債基準気配発表制度の改善について」『証券業報』平成8年12月号 78-84ページ。日本証券業協会「公社債基準気配発表制度の改善等に伴う「公社債の店頭気配等の発表及び売買値段に関する規則」（公正慣習規則第3号）等の一部改正について」『証券業報』平成9年3月号 143-159ページ。
- 7) 『証券年報 平成8年版』58-59ページ。「規制緩和に伴う本協会諸規則の一部改正について」『証券業報』平成8年1月号 59-85ページ。「債券貸借取引制度の整備について」『証券業報』平成8年4月号 22-28ページ。『月刊 資本市場』平成8年11月号 40-41ページ。
- 8) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』25ページ。日本証券業協会「「外国新株引受権証券の売買、気配の発表等について」（理事会決議）の一部改正について」『証券業報』平成5年6月号 40-45ページ。
- 9) 『大蔵省証券局年報 平成7年版』20ページ。日本証券業協会「「外国新株引受権証券の売買、気配の発表等について」（理事会決議）の一部改正について」『証券業報』平成6年10月号 127-128ページ。
- 10) 日本証券業協会「「外国新株引受権証券の売買、気配の発表等について」（理事会決議）等の一部改正について」『証券業報』平成7年11月号 25-42ページ。
- 11) 例えば、公社債引受協会が平成5年6月4日に発表した「普通社債流通市場の改善に向

けて」(『公社債月報』平成5年6月号2-22ページ)において指摘がなされていた。

- 12) 日本証券業協会と公社債引受協会とが合同で設置した「決済制度等専門委員会」においても社債等の受渡し決済制度の改善についての検討が行われた。同専門委員会は平成6年6月に中間報告書「債券決済制度の改善について」を取りまとめ、中立的な集中決済機関における振替決済制度の導入を提言した。
- 13) 『大蔵省証券局年報 平成7年版』21ページ。
- 14) 社債受渡し・決済制度研究会「社債受渡し・決済制度の改善に向けて—国際的な水準の流通市場の構築を目指して—」(平成8年5月28日)『金融』平成8年7月号11-16ページ。
- 15) 『証券年報 平成8年版』17ページ。「変わり行く我が国公社債市場—急速に整備の進む我が国公社債市場の状況について—」『ファイナンス』平成8年8月号31-38ページ。社債受渡し・決済制度研究会「社債受渡し・決済制度の改善に向けて—国際的な水準の流通市場の構築を目指して—」(平成8年5月28日)『金融』平成8年7月号11-16ページ。
- 16) 「社債等の受渡し・決済制度の最近の状況について」『ファイナンス』平成10年2月号58-65ページ。
- 17) 大蔵省「証券分野の規制緩和等について」(平成7年12月15日)『証券業報』平成8年1月号16-23ページ。
- 18) 「債券貸借取引制度の整備について」『証券業報』平成8年4月号22-28ページ。「最近の証券市場」『証券業報』平成8年5月号5ページ。「変わり行く我が国公社債市場—急速に整備の進む我が国公社債市場の状況について—」『ファイナンス』平成8年8月号31-38ページ。『月刊 資本市場』平成8年11月号40-41ページ。

なお、国債のローリング決済は、平成9年4月21日約定分から「T+3日」に移行することが日本証券業協会より発表された(日本証券業協会「国債ローリング決済「T+3日」への変更等について」『証券業報』平成9年1月号91-92ページ)。

5 株式流通市場の整備

(1) 株式委託手数料

株式委託手数料については、平成4年1月28日の証券取引審議会報告「証券市場における適正な競争の促進等について」(第1章第4節6参照)において、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ることとされ、大口取引の水準、実施時期等の細目については同審議会に作業部会を設けて十分な検討を行うことが適当であるとされたことを受け、同年4月に同審議会総会の下に設置された作業部会において検討が重ねられた。検討に当たっては、外国における自由化の状況等も十分踏まえて行うこととされ、アメリカ、イギリス等における株式委託手数料の自由化の経緯等について専門家からの報告、調査団の派遣がなされるなど幅広い調査が実施された。作業部会は10回にわたり審議を重ね、平成5年3月30日、報告書「大口取引に係る株式委託手数料の自由化について」¹⁾を取りまとめた。同報告書では、株式委託手数料の自由化による個人投資家、株式市場、証券会社経営への影響等が検討

され、10億円を超える取引金額部分について株式委託手数料の自由化を行うことが適当であると結論付けられた。また、実施時期については原則として概ね1年後を目途とするとされた。さらに手数料の実態のディスクロージャーの必要性²⁾、2年ないし3年といった一定期間ごとに自由化の影響を検証することが望ましいこと等も提言された³⁾。同報告書を踏まえ、各証券取引所において受託契約準則等が改正され、平成6年4月1日より、株式委託手数料の10億円を超える取引金額部分については自由交渉制となった⁴⁾。

その後、平成7年3月31日の「規制緩和推進計画」において、平成6年4月1日から実施された大口の株式委託手数料自由化の影響を今後1～2年後に検証し、以後の自由化につき検討するとされたのに続き、平成7年12月14日の行政改革委員会の意見⁵⁾では、株式委託手数料の完全自由化に向けた具体的なスケジュールを早期に明示するよう要請がなされた。これを受けて平成8年3月29日の「規制緩和推進計画（改定）」では平成8年度に検討を開始することが明記された。そして、同年11月11日の金融システム改革に係る内閣総理大臣指示（第3章第2節4（1）参照）を経て、株式委託手数料の完全自由化については、金融システム改革の主要な論点の一つとして検討が進められていくこととなった（第3章第4節4（1）参照）。

（2） 自己株式の取得・保有の規制緩和、ストック・オプション制度の限定的導入

自己株式の取得・保有の規制緩和については、経済界等から要望が出されており、また、数次にわたる政府の経済対策においてもその検討が盛り込まれていたところであった。こうした中、平成4年4月から関係各界より寄せられた意見をも踏まえつつ法務省法制審議会商法部会において審議が行われ、平成6年2月16日に「商法及び有限会社法の一部を改正する法律案要綱」⁶⁾の答申が法制審議会からなされた。これを受け、同年4月1日に商法等の改正案が閣議決定、国会提出され、同法は同年6月22日に成立し、同年6月29日に公布された。同法により、定時株主総会の決議により、使用人に譲渡するためあるいは利益による株式消却のため、配当可能利益の範囲内で自己株式を取得することが可能となった。他方、自己株式取得は当該株式に関する情報を最もよく知る者が行う等の特殊性を有する取引であり、その規制緩和に当たっては証券取引の公正が確保されるような適切な措置を講じる必要があった。そのような観点から、証券取引審議会公正取引特別部会（平成5年11月11日に不公正取引特別部会から改組）において平成5年11月より自己株式取得に伴う開示、自己株式取得方法の在り方、インサイダー取引規制等の問題について検討が進められた。平成6年2月21日に証券取引審議会の報告書として「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」⁷⁾が取りまとめられた。これを受けた改正証券取引法案が同年4月19日に閣議決定、国会提出され、同法は同年6月22日に成立、同年6月29日に公布

された。同法及び関係政省令等においては、①自己株式取得状況の開示制度の整備（自己株券買付状況報告書による3か月ごとの開示、有価証券報告書における開示。）、②自己株式取得に係る公開買付け制度の整備（商法改正により利益消却のための自己株式取得については公開買付けによる取得も認められることとなったことから、「発行者である会社」自身による公開買付けに係る制度を整備。）、③自己株式取得の決定をインサイダー取引規制上の重要事項とすること等が法令上整備された。自己株式取得に係る改正商法及び改正証券取引法は、同年10月1日に施行された。⁸⁾

しかしながら、自己株式取得規制が緩和されたにもかかわらず、利益による株式消却のための自己株式取得を決議する会社は現れなかった⁹⁾。そして、株式の利益消却が行われない理由として、いわゆるみなし配当課税の存在が指摘されていた。こうした中、平成7年6月27日の「緊急円高・経済対策の具体化・補強を図るための諸施策」において利益消却時にみなし配当課税を行わない旨の特例措置を講ずるとされたこと等を受け、同年秋の臨時国会で「租税特別措置法」が改正され、平成11年3月31日までの間、利益をもって株式消却を行った場合にみなし配当課税を行わないとする特例措置が設けられた（本章第7節参照）¹⁰⁾。

ストック・オプション制度については、既に平成7年9月以降、報酬の一部として新株引受権を付与する¹¹⁾という動きが見られていたことに加え、平成7年11月16日には改正新規事業法（「特定新規事業実施円滑化臨時措置法」）が施行され、通商産業省の所掌に係る新規事業の認定事業者を対象としたストック・オプション制度が創設されていた。こうした動きの中で、大蔵省が平成7年12月15日に公表した「証券分野の規制緩和等について」には、「未公開企業のストック・オプション的ワラントの解禁等株式公開制度の見直し」が盛り込まれた。これら一連の動きを受けて証券取引所及び日本証券業協会において株式公開制度の見直しが行われ、ストック・オプション的ワラントや新規事業法に基づくストック・オプションの付与について公開前の第三者割当増資規制を適用しない¹²⁾等の措置が講じられた。また、開示省令等の改正により、ストック・オプションの付与の状況等についての開示を求める等の措置が講じられた（本章第5節1（2）参照）。

（3）個人投資家の株式投資促進策

個人投資家による株式投資の促進も依然重要な課題であった。平成4年8月28日の「総合経済対策」において、個人投資家の長期的で安定的な株式投資の促進の観点から各種の方策が盛り込まれた。これを踏まえ、長期保有に資する株式投資信託商品の開発が進められた（本章第4節（1）参照）ほか、従業員持株制度の運用の弾力化¹³⁾が図られた。また、同対策を踏まえて、株式の投資単位の引下げを促進する観点から、発行企業に対し単位のくくり直しや株式分割の要請がなされたほか、単位未満の株式

投資が可能となる方策として、同年11月11日に株式累積投資制度¹⁴⁾が創設された。なお、株式の投資単位の引下げの促進に関しては、平成5年度税制改正において、平成7年度末までの2年間に限り、大幅な株式分割等に伴って上場企業等が発行する株券等に係る印紙税を非課税とする特例措置が講じられた(本章第7節参照)¹⁵⁾。

平成5年度以降も、「総合的な経済対策の推進について」¹⁶⁾(平成5年4月13日)に、株式累積投資制度の推進、発行企業に対する株式投資単位のくくり直しや株式分割の要請が盛り込まれるなど、個人投資家の株式投資促進は引き続き重要なテーマであった。こうした中、株式累積投資制度については、平成5年9月20日から株式累積投資に係る銘柄の追加について各社が自らの判断で行えることになった¹⁷⁾。さらに平成7年には投資対象銘柄の拡大(店頭登録銘柄(平成7年7月)、日経300株価指数連動型上場投資信託(同年11月))が行われた。また、株式投資単位の引下げについては、平成7年度税制改正において前述の大幅な株式分割等に係る印紙税の非課税措置が2年間延長され、平成7年4月14日の「緊急円高・経済対策」においても株式投資単位の引下げの促進が掲げられた¹⁸⁾。

さらに、平成7年6月27日の「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、個人投資家の株式投資を促進するため、新たな融資制度の創設等信用取引制度の改善を図ることが盛り込まれた。貸借・信用取引制度については、平成6年来、貸株料が有料ないわゆる逆日歩銘柄が増加したこと等を背景として貸株市場について様々な議論がなされていたところであった。同「諸施策」を受けて大蔵省は、同日、「信用取引制度の見直しについて」¹⁹⁾を公表し、同制度の一層の利便性の向上を図るとともに、市場の活性化に資する観点から①新たな融資制度の創設、②対象銘柄数の拡大、③信用取引に係る諸ルールの見直し等の貸借・信用取引制度に係る見直し等を行うとした²⁰⁾。これを受け、平成7年6月以降、証券取引所、日本証券業協会等においてルールの整備がなされ、これらは実施されていった²¹⁾。

また、同年10月には株式ミニ投資(100株取引)が開始された。株式ミニ投資は、個人投資家の株式投資促進策として、投資単位未満での株式投資が可能なるものであり、従来日本証券業協会等から提言がなされていたほか、平成7年4月14日の「緊急円高・経済対策」においても投資単位の引下げの促進が提言され、さらに同年9月20日の「経済対策―景気回復を確実にするために―」において株式ミニ投資の10月開始が盛り込まれていた。導入された株式ミニ投資制度は、証券会社があらかじめ選定した銘柄について10分の1単位で取引ができるというものであった²²⁾。

(4) 証券保管振替制度

平成3年以来、証券保管振替制度への移行については、東京証券取引所の上場銘柄をはじめとして段階的に進められてきた。そして平成4年10月に、全国の8証券取引

所の上場銘柄及び店頭登録・管理銘柄が対象とされ、全面実施がなされた²³⁾（第1章第5節5（6）参照）。

しかし、この全面実施がなされた後も、売買高の低調などから証券保管振替制度の利用は当初予定したようには進まなかった。このため、証券保管振替制度の利用促進及び定着を図るべく、平成6年5月、法務省民事局第四課長と大蔵省証券局証券市場課長との私的勉強会として「証券保管振替制度研究会」が設置され、検討が始められた。同研究会は、証券保管振替制度にかかる問題点について実務的・専門的な見地から幅広く検討を行い、平成7年2月3日、報告書「証券保管振替制度の利用促進及び定着について」²⁴⁾を取りまとめた。同報告書は、保振機構への株券預託の利用状況が低調であるため保振機構を利用することによる事務合理化のメリットが参加者に十分に享受されていないことが保振機構への株券預託が進まない最大の原因であると指摘したうえで、証券保管振替制度の利用拡大策として、機構預託について顧客投資家の同意を得るための依頼文書（統一レター）の定型の作成や、信託銀行等の利用促進のための信託銀行・証券会社間の整合性あるシステムの構築などを提言したほか、手数料の見直し（株券の保管手数料に係る大口割引制度の拡充）も喫緊に行われるべき施策であると位置付けた。また、機構預託に伴う株主権の行使に係る問題（実質株主通知が中間決算期に無配の発行会社に対して行われないことや、機構預託に伴い株主の地位について一定の空白期間が生じるため商法上の株主権行使が制約される可能性があること等。）に対応するには保振法の改正や商法との調整が必要となるため、これについては中期的ないし中長期的課題とした。これらを含めた数々の検討項目は、①法令等の解釈、運用など早期に解決に向けて着手することが適当な問題（株券の保管手数料に係る大口割引制度の拡充、顧客投資家の同意をとるための定型化した統一レターの作成等。）、②保振法の改正等も必要であるが、抜本的な見直しまでには至らない中期的に是正していく問題（中間決算期の無配会社への実質株主通知等。）、③保振法の全面的な見直しや商法との調整を要する中長期的な問題（商法上の株主権の制約等。）に分類され、優先順位をつけて対処していくとされた。このうち①に分類された保管手数料の見直しは同年4月に実施され²⁵⁾、また、払込期日前の募集株式及び上場・店頭登録日前の売出し株券の取扱いが平成8年1月から実施される²⁶⁾などされた²⁷⁾。

〔注〕

- 1) 作業部会の報告書は、証券取引審議会総会での審議、了承を経て、最終的に証券取引審議会報告書（証券取引審議会「大口取引に係る株式委託手数料の自由化について」『大蔵省証券局年報 平成5年版』68-72ページ）として大蔵大臣に提出された。
- 2) 自由化後の手数料の実態について、全国証券取引所協議会及び日本証券業協会が共同で行った調査によれば、自由化後の平成6年4～6月の大口取引に係る株式委託手数料率の平均は0.038%と、自由化前の0.075%の約半分となった（全国証券取引所協議会・日本証

- 券業協会「大口取引に係る株券委託手数料率」の開示について』『証券業報』平成6年8月号66-67ページ)。
- 3) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』67-72ページ。
 - 4) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』236-237ページ。
 - 5) 行政改革委員会「規制緩和の推進に関する意見(第1次)―光り輝く国をめざして―」(平成7年12月14日)『規制緩和推進の現況(平成8年7月)』(平成8年、大蔵省印刷局)63-64ページ。
 - 6) 法制審議会「商法及び有限会社法の一部を改正する法律案要綱」(平成6年2月16日)『企業会計』(中央経済社)平成6年4月号132-135ページ。
 - 7) 証券取引審議会「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」(平成6年2月21日)資本市場研究会編『自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について―証券取引審議会公正取引特別部会報告―』(平成6年、財經詳報社)6-18ページ。
 - 8) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』49-51ページ。「自己株式取得規制の緩和に伴う証券取引法関係政省令の改正等の概要」『旬刊 商事法務』平成6年10月25日号13-15ページ。
 - 9) 使用人に譲渡するための自己株式取得については、大和証券において平成7年6月の株主総会で承認を得て実施された(『旬刊 商事法務』平成7年6月5日号51ページ。『月刊資本市場』平成7年9月号63ページ)。
 - 10) みなし配当課税に係る特例措置の創設を盛り込んだ租税特別措置法改正案が閣議決定、国会提出された後の平成7年10月に、店頭登録会社の日本アムウェイが、みなし配当課税が行われないことを条件に、利益消却のための自己株式取得を行うことを取締役会で決定し、同年11月の定時株主総会で承認を受けた。これは、公開会社による利益消却のための自己株式取得の初のケースとなった(『旬刊 商事法務』平成7年10月25日号54ページ。『旬刊 商事法務』平成7年11月25日号53-54ページ。『旬刊 商事法務』平成7年12月5日号42ページ)。
 - 11) 新株引受権付社債を発行したうえで、(新株引受権付社債の)引受証券会社から新株引受権証券を買い戻し、役員等に付与する方法。平成7年9月にソニー株式会社が実施すると、以後、同様の対応をとる企業が見られるようになった(千葉良雅「業績対応型の取締役報酬制度の概要―ソニーの事例について―」『旬刊 商事法務』平成7年10月5日号66-69ページ。『旬刊 商事法務』平成8年3月5日号51ページ)。
 - 12) 通常の公開前の第三者割当増資規制の下では、株式公開前の一定期間内に新株等を発行することは禁止・制限されるが、ストック・オプションについてはこうした規制を不適用とすることで、制限・禁止期間中もストック・オプションの付与及び権利行使(新株発行)が可能となった(「未公開会社のストック・オプション的ワラントの解禁」『旬刊 商事法務』平成8年3月5日号2-7ページ)。
 - 13) 従業員持株制度の弾力化については、平成4年11月11日に大蔵省の証券局長通達「従業員持株制度の整備、拡大について」の改正に続き、翌年の平成5年1月11日には日本証券業協会において「持株制度に関するガイドライン」が制定された(「証券局長通達『従業員持株制度の整備、拡大について』通達の一部改正について」及び「『証券会社の認可基準・手続き等について』通達の一部改正について」の示達等について)『証券業報』平成4年11月号8-16ページ。「持株制度に関する日本証券業協会ガイドラインの概要」『旬刊 商事法務』平成5年1月25日号33-40ページ)。
 - 14) 累積投資業務は証券取引法上において大蔵大臣の承認事項となっており、その審査基準

- を定めた大蔵省の証券局長通達「証券会社の認可基準・手続き等について」の改正（平成4年11月11日）により、累積投資業務の対象に上場株券等が追加された。この大蔵大臣の承認を得て、翌年の平成5年2月10日に大手証券会社等により累積投資業務が開始された（「証券局長通達『従業員持株制度の整備、拡大について』通達の一部改正について」及び「『証券会社の認可基準・手続き等について』通達の一部改正について」の示達等について）『証券業報』平成4年11月号 8-16ページ。「株式累積投資制度の概要」『旬刊 商事業務』平成5年2月15日号 42-43ページ）。
- 15) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』59-60ページ。
 - 16) 経済対策閣僚会議「総合的な経済対策の推進について」(平成5年4月13日) 内閣府経済社会総合研究所ウェブ・ページ http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/data_history/data_history_list.html。
 - 17) 本記述は、大蔵省証券局「手続きの簡素化等について」(平成5年9月30日)（『大蔵省証券局年報 平成6年版』57-58ページ、512ページ）による。
 - 18) 平成7年5月23日には、東京証券取引所が、上場会社等の株式投資単位引下げを一層促進する観点から、新規上場申請者の上場手数料及び株主数基準の取扱い等について、優遇・緩和措置を拡大するといった動きが見られた（「最近の証券市場」『証券業報』平成7年6月号 8ページ。『月刊 資本市場』平成7年6月号 79-80ページ）。
 - 19) 大蔵省「信用取引制度の見直しについて（抜粋）」(平成7年6月27日新聞発表)『証券投資信託年報（平成7年版）』（平成8年、証券投資信託協会）110-111ページ。
 - 20) 『証券年報 平成8年版』28-29ページ。「最近の証券市場」『証券業報』平成7年7月号 4ページ。
 - 21) 「最近の証券市場」『証券業報』平成7年7月号 6-7ページ。日本証券業協会「『協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則』（公正慣習規則第9号）の一部改正について」『証券業報』平成7年7月号 92-93ページ。「最近の証券市場」『証券業報』平成7年10月号 7-8ページ。『月刊 資本市場』平成7年8月号 45-46ページ。東京証券取引所「『信用銘柄及び貸借銘柄の選定に関する規則』の一部改正について」、東京証券取引所「注意銘柄制度の見直しについて」(平成7年7月18日)『月刊 資本市場』平成7年8月号 107-108ページ。『月刊 資本市場』平成7年10月号 101ページ。『月刊 資本市場』平成8年5月号 39ページ。
 - 22) 日本証券業協会「『株主ミニ投資の取扱いについて』（理事会決議）の制定について」『証券業報』平成7年10月号 74-97ページ。
 - 23) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』178-179ページ。
 - 24) 証券保管振替制度研究会報告書「証券保管振替制度の利用促進及び定着について」(平成7年2月3日)『大蔵省証券局年報 平成7年版』144-152ページ。
 - 25) 「證券経済日誌」『証券業報』平成7年4月号 203ページ。
 - 26) 池上裕司「公募又は売出しに係る預託前株券等の機構取扱いについて」『月刊 資本市場』平成8年1月号 94-97ページ。
 - 27) 『証券年報 平成8年版』146-147ページ。

6 デリバティブ取引の健全な発展に向けた取組み

(1) 株価指数先物取引等の改善

昭和63年に導入された株価指数先物取引は順調に発展・拡大したが、他方で、リスクヘッジやニーズへの対応、先物取引等の現物市場への影響等の観点から様々な問題が指摘されていた¹⁾。こうした状況の下、平成2年以降、累次にわたり現物市場と先物市場とのバランスを回復する等の観点から一連の措置²⁾が講じられ、またIOSCOにおいても先物取引等に係る問題が取り上げられ国際的な検討³⁾が行われてきた。しかしながら、引き続き問題の抜本的解決を求める声も多く、また、平成4年8月28日の「総合経済対策」に先物取引等の在り方の検討が盛り込まれたこともあって、大蔵省は、株価指数先物取引等の在り方について、関係者からのヒアリングや諸外国の状況等を参考に検討を行った。

その結果、大蔵省は、平成4年12月22日に市場管理・取引制度、商品性等についての改善の基本的方向を取りまとめた「先物取引の在り方について」⁴⁾を公表し、関係証券取引所、日本証券業協会に対して具体的な改善策の実施を要請した。同公表文においては、①市場管理・取引制度の見直しとして、(i)ディスクロージャーの充実、(ii)公正・妥当な取引ルールの確立（フロント・ランニングの禁止、相場操縦的行為の禁止、過当数量取引の制限、現物・先物両市場における不公正取引監視体制の充実・強化）、(iii)現物及び先物市場が相互に与える影響の緩和（米国におけるサーキット・ブレーカー制度等も参考にしつつ、相場が一定幅以上変動した場合に取引を一時的に中断する仕組みを設けること。）が挙げられ、準備の整ったものから順次実施するとともに、取引参加者の多様化を図る観点からオプション取引に係る顧客の取引開始基準を引き下げる等の緩和措置も講じるとされた。さらに、②商品性の見直しとして、大阪証券取引所において加重平均方式の指数による先物・オプション取引の導入につき早急に準備を進める、③現物・先物両市場の一体的な管理・運営として、日々の市場管理及び取引制度等の基本的事項について東京証券取引所・大阪証券取引所間の連携の強化を図るとされた。

これを受けて、まず緩和措置として、日本証券業協会において平成5年4月から株価指数オプション取引の取引開始基準が引き下げられた⁵⁾。

平成5年10月に、日本経済新聞社が時価総額加重平均方式の日経株価指数300、いわゆる日経300を開発すると、大阪証券取引所はこれを新たな先物・オプション取引の対象指数として採用することを決定し、これを受けて大蔵省は「株価指数先物取引に関する改善策について」⁶⁾を取りまとめた。ここでは、取引所等のシステム対応等を待って新指数先物・オプション取引を開始を図る予定とされた。また、証拠金率の引上げ等の措置については市場の状況を踏まえつつ緩和を検討するとされた。加えて、

新指数の定着を促すための諸措置（立会時間の延長、取引単位の小口化、証拠金等の現金部分の既存商品よりも低い設定、新指数によるオプション取引における最長1年の長期オプションの導入等。）を講ずるとされた。この大蔵省の公表内容に沿った形で大阪証券取引所は新株価指数先物・オプション取引制度に係る要綱を策定したところ、翌年の平成6年2月14日に大阪証券取引所において時価総額加重平均方式の日経300を用いた先物・オプション取引が開始された。新株価指数の定着促進策はその後も随時講じられ、同年8月には委託証拠金率の引下げ⁷⁾、最低取引単位の撤廃が実施され、翌年の平成7年2月13日にも委託証拠金率等の引下げが実施された。また、同年4月3日には日経300オプション取引に権利行使期間2年の長期オプションが導入され、さらに同年5月29日には日経300株価指数連動型上場投資信託が上場され取引が開始された。

また、先物・オプション取引の市場管理については、大阪証券取引所、東京証券取引所を事務局とするワーキングにおいて具体的な改善策の検討がなされ、ディスクロージャーの充実、サーキット・ブレーカーの導入が、日経300先物等の取引が開始された時期を中心に実施された。フロント・ランニング等の不公正取引に対する規制の整備についてもワーキングにおいて検討がなされ、平成6年5月11日に報告書が取りまとめられた。これを受けて、両取引所において、現物・派生両市場にまたがる不公正取引の未然の防止を図る観点から自主規制規則が定められることとなった（平成7年1月4日施行⁸⁾）。

（2）証券取引審議会デリバティブ特別部会における検討

以上述べたとおり、デリバティブ取引については、平成4年12月22日の大蔵省「先物取引の在り方について」を踏まえた市場管理の強化や日経300先物・オプション取引の導入（平成6年2月に取引が開始された。）などの見直し・整備が行われたほか、平成6年以降、金利先渡取引と円金利スワップ取引が証券会社の兼業業務として認められる⁹⁾ ようになったり、投資信託によるヘッジ目的以外の先物・オプション取引の利用が可能となったり（本章第4節2（1）参照）と、その健全な発展のための環境整備が進められてきた。こうした中、平成7年9月20日の「経済対策一景気回復を確実にするために一」に中期国債先物取引市場の創設が掲げられ、これを受け、平成8年2月16日に東京証券取引所において中期国債先物取引が開始されるという動きもあった¹⁰⁾。

デリバティブ取引の発達に伴い、証券会社のリスク管理やディスクロージャーの在り方、取引所における市場管理の在り方、さらにはデリバティブ取引市場の発展のための市場整備の在り方など、デリバティブに関し検討すべき課題が出てきていた。こうした中、平成7年11月、証券取引審議会はデリバティブ取引を巡る諸問題を検討す

ることを目的としてデリバティブ特別部会を設置し、同年12月に審議を始めた¹¹⁾。同特別部会は、まず、デリバティブ取引における証券会社のリスク管理、会計処理等に関する審議を行い、平成8年2月6日に特別部会の報告書を取りまとめ、同年2月9日に証券取引審議会の報告として、「証券会社のトレーディング業務への時価法の導入について」¹²⁾として了承を得た。同報告書では、商法の規定を前提として原価法／低価法による会計処理がなされ、時価法による会計処理が認められていない証券会社のトレーディング業務について、トレーディング業務の成果を財務諸表に正確に反映できないことや、内部のリスク管理と会計処理とが乖離すること等の問題を招来し、日本の証券会社の国際競争力を損なうことになるおそれがあるとして、証券会社の行うトレーディング業務に時価法を導入するため、証券取引法に商法の会計処理に対する特別規定を設けることが検討されるべきである等の提言がなされた。同報告書を踏まえて、平成8年の通常国会において金融機関経営健全性確保法（同年6月18日成立。）において証券取引法の改正がなされた。具体的には、証券会社は、大蔵大臣の認可を受けてトレーディング業務を区分経理するための特別勘定（特定取引勘定）を設けることができ、特定取引勘定に計上された財産等につき時価会計を認めるというもので、現物取引については商法の規定にかかわらず時価を付さなければならず、デリバティブ取引については営業年度終了時に決済したものとみなして損益の計算をしなければならない旨の規定が改正証券取引法に設けられた。また、資本充実の見地から配当可能利益から特定取引勘定に生じたネット評価益を除外することとされた。改正証券取引法は平成9年4月1日に施行された。

なお、一般企業の行うデリバティブ取引に係るディスクロージャーの在り方については、別途「デリバティブ取引に係るディスクロージャーのあり方に関する研究会」において検討がなされ、同研究会が取りまとめた報告書（平成8年2月23日）を踏まえ、デリバティブ取引全般についてディスクロージャーの充実が図られることとなり、平成9年3月期決算（又は中間決算）から順次実施に移されていった（本章第5節1(3)参照）。

同報告書の後、デリバティブ特別部会において取引所における先物・オプション取引のリスク管理の改善について審議が行われ、平成8年6月11日に証券取引審議会の報告として「証券取引所における先物・オプション取引のリスク管理の改善について」¹³⁾が取りまとめられた。同報告書では、ベアリングズ事件（本巻「証券行政」第2章参照）を契機として、IOSCO等の場において取引所におけるリスク管理の在り方が議論されており（本章第6節1参照）、日本の証券取引所においても国際的に遜色のないリスク管理の仕組みを整えることが喫緊の課題になっているとの認識が示された。そのうえで、後に仮に証券取引所の会員証券会社が経営破綻を来した場合にも、顧客資産の保護及び他の会員証券会社の経営破綻への波及のおそれ（システミック・リス

ク)の回避のために、①取引証拠金の計算方法の改善(自己分・委託分間及び顧客間の分別計算を行う。)、②委託・取引証拠金及び値洗資金の差入期限の短縮(現行3～4日(差入義務発生日起算)をできる限り短縮する。)、③追証(追加保証金)制度の見直し(顧客と会員証券会社の間でも値洗いを行う。)、④委託証拠金の計算方法の合理化(同一顧客が同一商品について売建て玉と買建て玉を両建てしている場合は相殺計算を認める。)等の措置を講じる必要があるとの提言がなされた。その後、東京証券取引所において、平成9年10月29日に取引証拠金の自己・委託間の分別管理、追証制度の見直し及び委託証拠金の計算方法の改善が実施され、大幅なシステム改修を必要とする委託・取引証拠金及び値洗資金の差入期限の短縮については平成10年11月30日に実施された¹⁴⁾。

〔注〕

- 1) 平成2年から平成4年夏頃にかけての株価の下落局面において、先物取引が現物取引の株価の下落を加速させたのではないかといった種々の「先物悪玉論」が主張された。それらの骨子は、①先物市場における敏感な値動きが現物市場の投資家に大きな心理的影響を与えている、②先物との裁定取引における現物株式の売買が現物市場の株価の変動を大きくしている、③日経225指数は単純平均方式であることから①、②の傾向が強く現れるとともに意図的に指数を変動させる操作が行われやすい、というものであった(『大蔵省証券局年報 平成6年版』31ページ)。
- 2) 平成2年以降、委託証拠金率、取引証拠金率の引上げ、売買管理の強化等が行われていた(第1章第5節4(2)参照)ほか、平成4年10月には、前年10月に続いて、日経225の構成銘柄の見直しがなされた。
- 3) 平成4年7月、IOSCO専門委員会において、①株価指数を基礎とする派生商品の商品設計、及び②市場暴落への対応策の2点について現物市場と派生市場の協調に関する合意が了承され、同年10月の第17回年次総会(於ロンドン)の際にIOSCO流通作業部会報告書として公表された(第1章第8節1参照)。
- 4) 大蔵省「先物取引の在り方について」(平成4年12月22日)『大蔵省証券局年報 平成5年版』34-35ページ。
- 5) 日本証券業協会「株価指数オプション取引に係る取引開始基準の引下げについて」『証券業報』平成5年3月号18-19ページ。
- 6) 大蔵省「株価指数先物取引に関する改善策について」(平成5年10月12日)『証券業報』平成5年11月号26-29ページ。
- 7) 株価指数の先物・オプション取引の委託証拠金率については、日経300先物・オプション取引の開始から半年後に20%へ引き下げられることとなっていたが、平成6年8月の引下げ措置においては、日経300についてのみ15%へ、その他の株価指数については予定どおり20%へ引き下げられた。取引証拠金についても同様に、日経300についての引下げ幅が大きいものとなった。
- 8) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』31-33ページ。『大蔵省証券局年報 平成7年版』27-28ページ。『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』(平成12年、東京証券取引所)876ページ。

- 9) 金利先渡取引は平成6年10月に、円金利スワップ取引は平成7年4月に、証券会社の兼業業務として認められた（「『証券会社に関する省令の一部を改正する省令』等の公布等について」『証券業報』平成6年8月号58-65ページ。「『証取法第42条及び第42条の2に基づく兼職及び証券会社等の兼業の承認について』通達の一部改正について」（蔵証第451号）等の示達について」『証券業報』平成7年4月号91-104ページ。「証券会社の店頭派生商品業務のリスク管理体制について」『ファイナンス』平成7年1月号10-12ページ）。
- 10) 「最近の証券市場」『証券業報』平成8年1月号14ページ。『月刊 資本市場』平成8年3月号37-38ページ。
- 11) デリバティブ取引における金融機関のリスク管理、会計処理等については、金融制度調査会においても検討が行われ、平成7年5月に「金融機関のデリバティブ取引の情報開示について」（金融制度調査会金融機関のディスクロージャーに関する作業部会、平成7年5月15日）、「金融仲介機能の新たな展開」（金融制度調査会基本問題検討委員会、平成7年5月26日）等の報告書が取りまとめられていた（「金融機関のデリバティブ取引に関する情報開示—金融機関のデリバティブ取引の情報開示について」報告書の概要—）『旬刊 商事法務』平成7年6月15日号7-12ページ。「デリバティブ取引への対応—金融制度調査会基本問題検討委員会報告を踏まえて—」『旬刊 商事法務』平成7年7月5日号17-23ページ）。
- 12) 証券取引審議会「証券会社のトレーディング業務への時価法の導入について」（平成8年2月9日）『証券業報』平成8年2月号32-35ページ。証券取引審議会「証券会社のトレーディング業務への時価法の導入について」（概要）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a016f2.htm。
- 13) 証券取引審議会「証券取引所における先物・オプション取引のリスク管理の改善について」（平成8年6月11日）『証券業報』平成8年6月号40-42ページ。『証券年報 平成8年版』67-68ページ。
- 14) 東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』（平成12年、東京証券取引所）215-220ページ。

7 株式会社店頭市場の整備

店頭登録市場については、市場の整備を背景に平成元年度以降も拡大基調にあり、店頭登録・管理銘柄数は、昭和63年末の216社から平成3年末には446社にまで伸びていた。ところが、株価低迷が長引く中、平成3年末から平成4年5月までの間は新規に公開される銘柄はなく、また、新規公開の再開後も公開社数制限は週に1銘柄に制限されていたこともあって、平成4年末時点の店頭登録・管理銘柄数は451社と前年から微増にとどまった。しかしながら、平成5年以降は新規公開のペース・アップが徐々に図られた¹⁾ こと等により店頭登録市場は再び拡大に転じた。すなわち平成5年7月に週に2~3社へと新規公開のペース・アップが図られ、さらに平成6年6月からは、2月8日の「総合経済対策」や3月29日の「対外経済改革要綱」において株式の新規公開の促進等が提言されたことを踏まえて、週に3~5社へとペース・アップ

された。このように、株式の新規公開が推進されていったことで、平成6年5月に店頭登録会社数（管理銘柄を含まない。）は500社に達した²⁾。その後、同年12月には、日本証券業協会から週当たり公開社数の制限を撤廃する方針が発表され（後述）、翌年の平成7年4月に当該制限が撤廃された。

この間、平成4年7月20日施行の公正確保法によって、店頭登録市場における相場操縦規制、インサイダー取引規制等の不公正取引規制の強化が図られた³⁾（第1章第3節5、第1章第3節6参照）。これは、店頭登録市場の拡大に伴い、店頭登録市場における取引の公正性を確保することが必要となったことが背景にあった。

また、店頭登録市場の拡大の一方で、店頭登録後わずか数年で倒産した会社が現れたことで店頭登録審査の在り方が問題となった。この倒産会社について証券取引等監視委員会は平成6年5月17日、虚偽の有価証券報告書の提出の疑いで告発し、さらに同年6月14日には、店頭登録審査に問題点が認められたとして大蔵大臣に対し初の建議を行った。その内容は、「証券業協会の店頭売買有価証券の登録に関する規則等について、会員証券会社等による厳正かつ深度ある登録審査を確保し、投資者保護に十全を期す観点から、必要かつ適切な措置を講ずる」よう建議したというものであった。日本証券業協会は、同月末に登録審査に関する改善策を取りまとめ、証券会社・証券業協会における審査の充実及びディスクロージャーの徹底を図ることとした。

先述のように、店頭登録市場における新規公開社数は順調に増加してきていたものの、平成6年頃から、産業界を中心に、産業の空洞化の防止等の観点から日本においてもベンチャー企業の育成を図る必要があり、そのためには、資本市場、とりわけ店頭市場の改革が急務であるとの議論が盛んに行われるようになっていた⁴⁾。こうした中、平成6年12月27日、日本証券業協会は「店頭登録制度の改革について」⁵⁾を発表し、日本におけるベンチャー企業等の資本市場からの資金調達のを広げ、「ニュー・ビジネス」の育成を通じた日本経済及び証券市場の活性化に資するとの観点から、①平成7年4月より従前の週当たり公開社数の制限（週3～5社）を撤廃する⁶⁾、②新規事業を実施する企業を対象に店頭登録基準の特則を設ける等の措置を講じることを発表した。

このうち店頭登録基準の特則等については、平成7年1月以降、日本証券業協会に設けられた懇談会で検討⁷⁾がなされ、同年7月に店頭特則市場が開設されることとなった⁸⁾。店頭特則市場においては、業種を問わず、「事業内容に新規性があり、将来性があると申請会員が認めた」ものであり、かつ「売上高（収入金額）に対する研究開発に要する費用が一定率（3パーセント）以上である」企業を対象としており、登録基準上では利益の額についての基準が設けられていない（すなわち赤字企業の公開も認められる。）等の特徴があった。

他方で、特則銘柄制度の円滑な運営のためには、それまでの株式公開制度（一部入

札制度)や公開時規制(公開前の第三者割当増資・株式移動に関する規制、配分制限等)についての見直しが必要とされた⁹⁾ことから、証券取引審議会公正取引特別部会において店頭特則市場の株式公開制度等について審議が行われることとなり、同審議会は、同年9月29日に「店頭特則市場の株式公開制度等の在り方について」¹⁰⁾を取りまとめた。同報告書は、「特則銘柄は、ベンチャー企業等の特性からみて、従来の上場銘柄等に比べ、ハイ・リスク、ハイ・リターンな性格を有しており、店頭特則市場に参加する投資家は自ずと限定される」と指摘したうえで、こうした特則銘柄の特性にかんがみて、不特定多数の投資家の参加を前提とする株式公開制度等について、①公開前一定期間における特別利害関係者等(役員、ベンチャー・キャピタル等)の株式移動¹¹⁾及び第三者割当増資¹²⁾に係る規制を緩和する、②登録申請企業の株式公開に伴う公募・売出し株式の公開価格の決定方法として、現行の一部入札制度に代えて、ブックビルディング方式を採用する、③顧客1人当たりの配分上限制度¹³⁾を不適用とするなどを提言した。これに沿って、日本証券業協会において規則の改正が行われ、これらは同年10月4日から実施された¹⁴⁾。さらに、店頭特則市場の活性化の観点から、平成8年3月29日の「規制緩和推進計画(改定)」及び「証券分野の規制緩和について」において、店頭特則市場の対象企業について、「研究開発型事業」は「新規事業」に改められるとともに、サービス業もこれに含まれることを登録基準上明確化することが盛り込まれ、これを受けて同年4月に日本証券業協会の規則の改正がなされた¹⁵⁾。

なお、この間、本則銘柄の登録基準についても、日本証券業協会の規則に定められている以上の基準(いわゆる実質基準)があるのではないかとの議論が一部でなされていた¹⁶⁾ことから、大蔵省は平成7年6月に証券局長通達¹⁷⁾を发出し、そのような実質基準は存在しない旨の周知徹底を図った。

以上のような店頭特則市場の創設や登録基準の明確化に加えて、店頭市場活性化策の一環として、平成8年4月には、店頭登録企業も発行登録制度を利用できるようにするなどの見直しが行われた(本章第5節1(3)参照)。

こうした一連の活性化策が講じられる中で、店頭登録銘柄数は平成8年6月に700銘柄に達し、その後も毎年100銘柄を超える新規登録が期待されるなど、発行市場は順調であった。一方で流通市場については、規模は東京証券取引所第二部に匹敵するほどに拡大していたものの、売買の中心は新規公開株や一部の人気銘柄に集中し、その他の大方の銘柄は公開後急速に売買高が減少する傾向にあり、市場機能が十分に発揮されないという問題点が顕著となっていた。こうした状況を踏まえ、日本証券業協会は、株式店頭市場の流通面の改善策について検討を行い、その結果を平成8年6月に「株式店頭市場の流通面における改善策等について」¹⁸⁾として取りまとめた。具体的には、①信用取引制度、発行日取引制度及び借株制度について、具体化に向けて検討を行い、実現可能なものから順次実施する、②公開価格の決定方法(ブックビル

ディング方式の導入)及び公開株の配分方法(配分制限ルールの撤廃)については、証券市場全体の問題として検討する、③本則銘柄のマーケット・メイク機能の充実等につき日本証券業協会内部において引き続き検討する、等と整理した。

店頭市場の流通面での改善を含めた店頭市場の在り方については、金融システム改革においても重要な論点と位置付けられ、証券取引審議会において検討が進められていった。また、同審議会での議論と並行して、日本証券業協会において具体化に向けた検討が行われ、順次実施に移されていった(第3章第4節3(2)参照)。

〔注〕

- 1) この間の平成4年末には株式公開制度の改善も行われた(本節3(1)参照)。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成7年版』48ページ。松岡稔「新たな発展期を迎える株式店頭市場」『月刊 資本市場』平成6年5月号 58-72ページ。『証券業報』平成6年6月号 49ページ。
- 3) 『大蔵省証券局年報 平成4年版』44-46ページ。
- 4) 堀越健男「店頭登録特則銘柄制度の創設について」『証券業報』平成7年7月号 10-26ページ。
- 5) 日本証券業協会「店頭登録制度の改革について」(平成6年12月27日)『月刊 資本市場』平成7年2月号 88-89ページ。
- 6) 週当たり公開社数制限の撤廃については、証券取引所からも、平成7年4月に実施する旨が発表された(本節3(1)参照)。
- 7) 日本証券業協会店頭登録基準検討等懇談会。同懇談会は平成7年6月20日に報告書「店頭登録特則銘柄について」(『証券業報』平成7年7月号 17-26ページ)を取りまとめた。
- 8) 『証券年報 平成8年版』29ページ。
店頭特則市場の開設に当たり、店頭特則銘柄のディスクロージャー制度の整備を行う観点から、同年7月に開示省令が改正された。これにより、(上場又は)店頭登録しようとする会社で継続開示会社でない者が行う調達金額5億円未満の募集・売出し(従前は有価証券届出書の提出義務なし。)について、有価証券届出書の提出が義務付けられることとなった。
- 9) 日本証券業協会店頭登録基準検討等懇談会報告書「店頭登録特則銘柄について」『証券業報』平成7年7月号 17-26ページ。同報告書では、特則銘柄について、①株式公開制度について、それまでの入札制度ではなく、ブックビルディング方式により公開価格を決定すること、②公開前の第三者割当増資・株式移動に関する規制を緩和すること、③公開時・公開後の1投資家当たりの配分制限を適用除外とすること、が提言されるとともに、これらの見直しに当たっては、入札制度が採用された経緯(昭和63年12月の証券取引審議会報告書等を踏まえて入札制度が採用された。)を勘案すると関係者で所要の検討を行ったうえで対応する必要があること等の指摘がなされた。
- 10) 証券取引審議会「店頭特則市場の株式公開制度等の在り方について」(平成7年9月29日)『証券業報』平成7年10月号 59-65ページ。証券取引審議会「店頭特則市場の株式公開制度等の在り方について」(概要)(平成7年9月29日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a016f1.htm。
- 11) 制度上、公開前一定期間内に特別利害関係者等が株式移動を行うことは原則として禁止

されているが、店頭特則銘柄についてはこの規制を適用しないことが適当とされた。

- 12) 制度上、制限期間（公開日の直前決算期末の2年前から公開日の6か月前まで）内に特別利害関係者等を対象に第三者割当増資を行うことは原則として禁止されているが、店頭特則銘柄についてはこの規制を適用しないことが適当とされた（禁止期間（公開日の6か月前から公開日前日まで）の第三者割当増資の禁止については店頭特則銘柄にも同様に適用することが適当とされた。）。
- 13) 制度上、1顧客当たりの配分株数について、新規公開時は5千株、公開後の時価発行公募増資時は1万株が上限となっているが、店頭特則銘柄についてはこの配分上限規制を適用しないことが適当とされた。
- 14) 日本証券業協会「『店頭売買有価証券の登録及び価格の公表等に関する規則』（公正慣習規則第2号）の一部改正等について」『証券業報』平成7年10月号 105-114ページ。
- 15) 平成8年12月、店頭特則銘柄として2銘柄が登録された（『証券業報』平成8年12月号 105ページ）。
- 16) 例えば通商産業省産業構造審議会産業金融小委員会の中間報告（平成6年5月24日）では、店頭登録基準とりわけ実質基準をより透明なものとするよう提言がなされた（『旬刊商事法務』平成6年6月5日号 51-53ページ）。
- 17) 「店頭登録企業の利益水準等について」『証券業報』平成7年7月号 26ページ。
- 18) 日本証券業協会「株式店頭市場の流通面における改善策等について」（平成8年6月19日）『証券業報』平成8年7月号 30-37ページ。

第4節 証券投資信託制度の改革

1 平成4年～平成6年における証券投資信託制度の見直し

平成4年においては、まず証券投資信託業務の免許基準の運用について改正が行われた。これは、平成4年1月28日の証券取引審議会報告書「証券市場における適正な競争の促進等について」を踏まえたものである。平成4年4月24日に「証券投資信託業務の免許の運用について」の改正について」が公表され、金融機関等が投資一任会社を通じて証券投資信託業務へ参入すること等が認められることとなった（詳細は本巻「証券行政」第2章を参照されたい。）。金融機関等の証券投資信託業務への新規参入に伴い、投資一任会社の親会社等の利害関係人との取引において生じ得る利益相反についてルールが整備されることとなり、平成5年4月9日に改正省令が公布（同年5月6日施行）され、信託財産の運用における利害関係人との取引に関する規制（アームズ・レングス・ルールの適用）、投資信託委託会社による受益証券の直接販売の解禁に伴う行為規制（断定的判断の提供による勧誘禁止等）等が定められた¹⁾。

この間の平成4年8月28日には「総合経済対策」が取りまとめられ、その中には「個人投資家の長期的で安定的な株式保有を促進するため、長期保有に適した株式投資信託の商品開発等を促進する」ことが盛り込まれた。これを受けて投資信託業界において信託期間7年の長期保有型の株式投資信託の構想が取りまとめられ、平成5年3月から長期保有型株式投資信託の販売が開始された²⁾。また、平成4年12月17日の大蔵省「金融制度改革実施の概要について」において、MMF及び中期国債ファンドの商品性の改善を行う旨が明記されたことを受け、MMFの最低預入単位の引下げ（100万円から50万円へ。平成5年6月1日設定分から実施。）、及びMMF・中期国債ファンドのキャッシング³⁾（即日引出し）の導入（平成5年11月8日開始。）が行われた。MMF及び中期国債ファンドの商品性の改善については、平成6年7月15日にMMFの最低預入単位を10万円へ引き下げる等の改善措置が公表され（大蔵省「MMF、中期国債ファンドの商品性の改善について」⁴⁾）、流動性預金金利の自由化と同時に実施（同年10月17日申込分から実施。）された。なお、この間の平成5年12月には、新たな財産形成貯蓄商品として株式投資信託型の「財形株投」が創設されるといった動きも見られた⁵⁾。

ところで、第1章第6節3で述べたとおり、平成4年以降、元本割れのまま償還を迎えるファンドについて信託期間の延長が行われていたが、平成5年に入ると延長ではなく新規ファンドへの乗換えを促進する方向で制度の見直しが検討された。証券投

資信託協会の自主ルールでは、平成3年7月以降、単位型投資信託を償還まで保有した投資家が新規ファンドに乗り換えた場合には募集手数料等の優遇措置が適用されることとなっていたが、平成5年3月12日にこのルールが見直され、優遇措置が適用される乗換え対象ファンドに追加型投資信託も追加されるなどされた⁶⁾。この優遇措置は、平成6年1月14日の自主ルールの見直しによってその適用期間が延長⁷⁾され（従前は「3か月以内」）、各ファンドの信託約款で定めることができることとなった。

この間、平成5年9月に「緊急経済対策」と「手続きの簡素化等について」が公表されると、以後、これらを踏まえた規制緩和や手続きの簡素化等の措置が講じられていくこととなった。平成5年10月13日には、前月の「緊急経済対策」等において証券投資信託約款の個別承認についての審査基準の明確化を図ることとされたのを受けて、通達・事務連絡⁸⁾により審査基準（個別ヒアリングが不要なものの基準）が公表され、11月1日から実施された。この結果、審査期間の短縮化が実現することとなった⁹⁾。また、運用規制の緩和も行われ、同年10月12日に投資信託の運用における大引け行き注文制限の緩和¹⁰⁾が行われた。さらに、同年12月21日に「手続きの簡素化、規制の緩和等について」が公表されると、これに盛り込まれた措置も順次実施に移されていった。運用規制の緩和措置については、同年末までに無担保コールの組入れ制限規制の廃止、転売禁止条件付き円建て外債の組入れ可能対象ファンドに係る規制の廃止等が行われたのに続き、翌年の平成6年4月には、信託財産の保有有価証券の貸付、解約時における資金手当てのための短期借入れ、及び金利・通貨スワップ取引が実施できることとなった¹¹⁾。

こうした規制緩和措置と並行してディスクロージャーの拡充も図られた。平成6年2月には、証券投資信託協会において運用報告書の充実策、すなわち運用報告書を半期ごとに作成・交付すること¹²⁾や、利害関係人との取引状況を運用報告書において開示すること等¹³⁾の具体策が決定された。半期運用報告書の作成・交付については平成6年4月から、利害関係人との取引状況の開示等については同年5月6日以降決算を迎えるファンドから適用されることとなった。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』73-74ページ。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』75ページ。
- 3) 平成5年6月1日、大蔵省の証券局長通達「証券取引法第42条及び第42条の2に基づく兼職及び証券会社の兼業の承認について」が改正され、MMF及び中期国債ファンドのキャッシング等が証券会社の兼業業務として追加された（「証券局長通達『証券法第42条及び第42条の2に基づく兼職及び証券会社等の兼業の承認について』通達の一部改正について」の示達について『証券業報』平成5年7月号 44-49ページ）。
- 4) 大蔵省「MMF、中期国債ファンドの商品性の改善について」（平成6年7月15日）証券

投資信託協会『証券投資信託年報（平成6年版）』（平成7年、証券投資信託協会）177ページ。

- 5) 平成5年1月21日の労働省勤労者財産形成審議会において、同審議会財形制度研究会の「株式投資信託による財形貯蓄を実施することが適当である」旨の報告が了承されていた（証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成5年版）』（平成6年、証券投資信託協会）8-9ページ、83ページ）。
- 6) 証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成5年版）』（平成6年、証券投資信託協会）6-7ページ、71-74ページ。
- 7) 本緩和措置は、大蔵省証券局「手続きの簡素化、規制の緩和等について」（平成5年12月21日）に盛り込まれていた（『大蔵省証券局年報 平成6年版』59-64ページ）。
- 8) 証券局長通達「証券投資信託約款承認の運用について」（平成5年10月13日）証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成5年版）』（平成6年、証券投資信託協会）59-60ページ。大蔵省証券局業務課長事務連絡「証券投資信託約款承認の運用に係る留意事項について」（平成5年10月13日）証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成5年版）』（平成6年、証券投資信託協会）60-62ページ。
- 9) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』64ページ。
- 10) 本緩和措置は大蔵省証券局「手続きの簡素化等について」（平成5年9月30日）に実施予定として盛り込まれていた（『大蔵省証券局年報 平成6年版』57-64ページ）。
- 11) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』62ページ。証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成6年版）』（平成7年、証券投資信託協会）8-9ページ、53-57ページ、145-151ページ。
投資信託の運用規制緩和については、平成6年2月の「総合経済対策」や平成6年2月15日の閣議決定「今後における行政改革の推進方策について」（いわゆる行革大綱）にも盛り込まれていた事項であった。
- 12) 証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成6年版）』（平成7年、証券投資信託協会）125ページ。
- 13) 証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成6年版）』（平成7年、証券投資信託協会）112-124ページ。

2 投資信託研究会における検討結果と改善策の実施

投資信託については当時、株式市場の低迷もあって株式投資信託の多くが元本割れにより信託期限の延長を余儀なくされるなど厳しい状況にある、また、株式市場の振幅を加速する結果となっている、さらには、投資信託制度は金融・資本市場の自由化・国際化の進展という環境変化に必ずしも十分に対応できていない、といった問題点が指摘されていた。こうした状況を踏まえ、大蔵省は平成5年11月に証券局長の私的研究会として「投資信託研究会」を設置した。同研究会は投資信託市場、投資信託制度等に係る諸問題の改善策について12回にわたる検討を重ね、平成6年6月22日に報告「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一」¹⁾を取りまとめた。

この研究会報告を受け、大蔵省は、証券投資信託協会等と協議しその具体化に向けての検討を進め、平成6年12月12日に投資信託制度の具体的改善方策「投資信託改革の概要について」²⁾を公表した。これは、昭和26年の証券投資信託法制定以来の抜本的改革であった。その概要は次のとおりである。

(1) 資産運用・収益分配等についての規制緩和

①証券投資信託協会の自主ルールにおける運用規制について緩和を措置する。

(i)先物・オプション取引を、適正なリスク管理の下、従来のヘッジ目的以外の有価証券投資に関連する多様な利用を認める（先物・オプション取引等レバレッジ効果を有する投資対象・運用手法の利用についてリスク評価額をファンドの純資産の50%以内とすることを「証券投資信託の委託会社の行為準則に関する省令」(以下、「行為準則省令」という。)で規定。)

(ii)私募債への運用をファンドの流動性を確保したうえで認める（流動性の乏しい投資対象の組入れ比率をファンドの純資産の10%以内とすることを行為準則省令で規定。)

(iii)ファンドが保有する株式等の範囲内での信用売りを認める。

(iv)外国有価証券の運用を特定の外国市場で取引される有価証券に限定している規制を撤廃する。

(v)他社の投資信託証券への運用をファンドの純資産の5%を上限として認める。

(vi)実物資産の証券化関連商品への運用やFRA³⁾(金利先渡取引)、FXA⁴⁾(為替先渡取引)の利用を新たに認める。

②株式投資信託に係る収益分配規制や株価変動準備金規制を撤廃する。

③委託会社単位での同一銘柄保有割合の上限に係る規制を、株式を除き、撤廃する(行為準則省令の改正)。

④有価証券以外の金融商品への運用を「余資運用」の範囲内としている区分を廃止する。

(2) 運用成績の公開

①改革の趣旨を体して新たに設定される「新しい株式投資信託」(各委託会社1~2本)について、(運用成績公開制度とは別に)証券投資信託協会において毎月1回、運用成績等を記載した表を作成し公表する。

②既存ファンドの運用成績についても、追加型株式投資信託に係る現行の運用成績公開制度の改善を来年度以降速やかに実施するとともに、単位型株式投資信託、公社債投資信託についても順次実施する。

(3) ディスクロージャーの充実

① 受益証券説明書、運用報告書の記載内容の改善を図る。

受益証券説明書：投資信託の商品性（基本的な運用方針や収益分配方針）を明確に記載。信託報酬の内訳を記載。

運用報告書：ファンドの資産構成の変更の時期・程度、変更理由、主要売買銘柄等を記載。

② 委託会社が利害関係人との間で行う取引等について、利害関係人が発行した有価証券のファンドによる取得状況、利害関係人への支払手数料の額や支払手数料総額に占める割合が大きく増加した場合の理由等を運用報告書に記載する。

(4) 公正取引ルールの整備（「行為準則省令」の改正）

委託会社の忠実義務違反となる以下の行為を行為準則省令上の禁止行為とする。

① 関係証券会社、販売証券会社等の売買手数料増加のための短期売買。

② ファンド間の利益の付け替え。

③ 関係証券会社等の引受けしこり玉の取得。

④ 関係証券会社が主幹事となって行われるファイナンス銘柄について、作為的な相場を形成するために行う当該銘柄の売買。

⑤ 利害関係人が顧客へバックファイナンスを行っていることを知りながら当該顧客に受益証券の直接販売を行うこと。

⑥ 直接販売を行った顧客に対する損失補てん。

(5) 外国投資信託の国内販売

外国投資信託の国内投資家への販売に係る行政当局の指導について、一部見直しを行うとともに、透明性、実効性を高めるため、公募での国内販売要件（基準価格の建値が外貨建てであり、かつ円資産組入れ比率50%以下である等）等を通達として公表する（いわゆるカントリーファンドを含めて適用する。）。

(6) 委託会社の免許運用基準の見直し（詳細は本巻「証券行政」第2章参照。）

① 委託会社の最低資本金の金額基準を見直す。一定の要件を満たす委託会社と投資一任業者について投資信託委託業務と投資一任業務の併営を解禁する等、免許運用基準を改正する。

② 同一会社での投資信託委託業務と投資一任業務の併営による弊害防止措置として、両業務のファンド間の利益の付け替えを省令上の禁止行為とする（行為準則省令等の改正）。

(7) その他

- ①日経300先物・オプション取引定着促進策の一環として、日経300株価指数連動型投資信託の導入について検討を進める。
- ②法改正時や状況の変化に応じて、(i)信託約款の包括承認制又は届出制の導入、(ii)会社型投資信託、(iii)私募投資信託を検討すべきである。

これらの措置は、行為準則省令、通達、証券投資信託協会自主ルールの改正等により平成7年1月以降順次実施された。また、既存ファンドの運用成績の公開については、同年7月に追加型株式投資信託に係る運用成績公表制度の改善が行われ、同年12月には公社債投資信託についても改善された形での運用成績の公開が開始された⁵⁾。

〔注〕

- 1) 投資信託研究会「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―」(平成6年6月22日)証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成6年版)』(平成7年、証券投資信託協会)74-91ページ。
- 2) 大蔵省「投資信託改革の概要について」(平成6年12月12日)証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成6年版)』(平成7年、証券投資信託協会)92-95ページ。
- 3) FRA: Forward Rate Agreement。
- 4) FXA: Forward Exchange Agreement。
- 5) 『大蔵省証券局年報 平成7年版』57-59ページ。『証券年報 平成8年版』70ページ。

3 運用規制緩和及び商品多様化の一層の推進

こうした投資信託改革の具体化の後も、引き続き運用規制の緩和等が進められた。平成8年3月29日の「規制緩和推進計画(改定)」及び大蔵省「証券分野の規制緩和について」において、投資信託に係る運用規制の緩和等として、①保有株式以外の信用売りの容認、②債券の借入れ及び空売りの容認、③短期国債組入れ制限の撤廃、④為替予約取引のヘッジ目的以外での利用の容認、⑤信託財産相互間における株式売買の指図禁止規制について、売付け・買付けの少なくとも一方がインデックス型ファンド等のシステム売買である場合は規制の対象とならないことの明確化、が盛り込まれた。これらについて証券投資信託協会のルールが改正され、同年4月から実施された。¹⁾

また、商品性の多様化のため、平成7年5月に、日経株価指数300の先物・オプション取引の定着促進策の一環として、日経300株価指数連動型上場投資信託が導入された。これは、日経株価指数300の構成銘柄に投資を行い同指数に連動する投資成果を目指すとともに、受益証券を取引所に上場し取引所取引を行うという新しいタイプの株式投資信託であり、平成6年12月12日の大蔵省「投資信託改革の概要につい

て」においてもその導入につき検討を進めるとされていたものであった。日経300株価指数連動型上場投資信託は、平成7年5月29日に全国8証券取引所に上場されたが、これは国内初の上場投資信託となった²⁾。

〔注〕

- 1) 証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成8年版）』（平成9年、証券投資信託協会）3ページ、93-100ページ。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成7年版』27-28ページ、57-59ページ。証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成7年版）』（平成8年、証券投資信託協会）5ページ。

第5節 ディスクロージャー制度及び公正取引ルール

1 ディスクロージャー制度

(1) 金融制度改革法等におけるディスクロージャー制度の整備

平成5年4月施行の金融制度改革法及び関係政省令等の改正により、ディスクロージャー制度の見直しが行われた¹⁾(本章第3節1参照)。同改正は、直接的には、平成3年4月の証券取引審議会基本問題研究会ディスクロージャー小委員会報告書「ディスクロージャー制度の見直しについて」(第1章第4節4参照)を受けたものであり、公募概念の見直しと新たな有価証券概念の採用に伴うディスクロージャー制度の整備を主な内容としている。また、金融制度改革法に伴うものに加えて、上記小委員会報告書において開示内容の一層の充実を図ることが望ましいとの報告が行われたこと、あるいは昭和63年5月26日の企業会計審議会「セグメント情報の開示に関する意見書」²⁾においてセグメント情報の開示の充実を行うこととされていたこと等を受けたディスクロージャー制度の拡充も併せて行われた。同改正において講じられた一連のディスクロージャー制度の整備の概要は以下のとおりである。

①金融制度改革法に伴うディスクロージャー制度の整備

金融制度改革法の関連で行われたディスクロージャー制度の整備は主に、公募概念の見直しと新たな有価証券概念の採用に伴うものである。

既に本章第3節1で述べたとおり、金融制度改革法による証券取引法の改正(及び関係政省令の改正)により「募集」の定義が見直された。具体的には、「私募」の概念が整備され、私募に該当しないものは「募集」に該当するとして有価証券届出書による発行開示義務が課されることとなった。そして、「私募」として、①勧誘対象者が50名未満であり、かつ多数の者への転売がなされないよう転売制限が付されている場合(少数私募)、及び②勧誘対象者が適格機関投資家のみであり、かつ適格機関投資家以外への転売がなされないよう転売制限が付されている場合(いわゆるプロ私募)、の二つの類型が規定された。「私募」として有価証券届出書の提出が行われずに発行された証券が、転売によって多数の者あるいは適格機関投資家以外の者に譲渡される場合、ディスクロージャーが回避されてしまうことから、「私募」の要件として「転売制限」を付すこととされた。また、この転売制限の実効性を担保するため、私募発行証券の勧誘に当たり勧誘者は被勧誘者に対し届出が行われていないことや転売制限の内容等について告知することが義務付けられた。

新発段階の「募集」において勧誘対象者の属性に配慮することとされたことに伴い、既発段階での「売出し」についても、適格機関投資家のみを勧誘の相手方とする場合には届出が免除されることとなった。また、同種の証券が上場・店頭登録されている場合など継続的に有価証券報告書による開示が行われている場合にも、「売出し」の際の届出が不要となった。また、国外発行証券について、それが売出しに該当しない形（少人数向け勧誘）で国内に持ち込まれた場合には届出が不要となるが、国内で転売され多数の者に譲渡された場合にはディスクロージャーが回避されてしまうことから、国内における勧誘に当たっては、原則として、一括転売以外の転売は行わないことを約することを売付条件として勧誘することが義務付けられた。

以上が公募概念の見直しに伴う発行開示制度の見直しの概要であるが、金融制度改革では、併せて継続開示制度の見直しも行われた。従前の継続開示制度の下では、上場・店頭登録証券又は公募証券以外の有価証券については、その発行者に有価証券報告書を提出する義務はなかったが、見直しにより、継続開示がなされていない有価証券についても、それらが多数の投資者に所有されることとなった場合には、情報開示を通じた投資者保護の観点から有価証券報告書の提出が求められることとなった。具体的には、株券（外国株券は含まれない。）についてその所有者が500名以上となった場合に、当該年度を含めて5年間、その発行者に継続開示義務が課されることとなった（外形基準の導入）³⁾。

次に、新たな有価証券の概念の採用に伴うディスクロージャー制度の整備についてであるが、まず、新たに有価証券として位置付けられたCPについては、その発行の迅速性への要請が強いことから、簡素化された手続である「発行登録制度」の利用をより広く認めるよう特例が設けられた。具体的には、①2年間継続して有価証券報告書を提出しており、②大蔵大臣が指定する格付（A-2格以上）を複数の格付機関から取得していれば、発行登録制度が利用できることとなった。

また、新たに有価証券として定義された住宅ローン債権信託受益権等の「資産金融型証券」のディスクロージャー制度も整備された。既存の省令を全部改正する形で「特定有価証券の内容等の開示に関する省令」（以下、「特定有価証券開示省令」という。）が定められ、開示内容（証券の仕組み、運用対象資産の内容、オリジネーターや資産運用・管理に関わる者に関する情報等）について、資産金融型証券の特性に合わせた具体的な開示様式（有価証券届出書、有価証券報告書等）が規定された。また、有価証券報告書の提出（継続開示）は、発行体の事業年度ごとではなく、信託の計算期間ごとにする事とされた。

②開示省令等の改正によるその他のディスクロージャー充実策

配当政策については平成3年3月期から東京証券取引所が上場会社に対して開示を要請している決算短信等において開示がなされてきたが、平成3年4月の証券取引審議会ディスクロージャー小委員会報告書において「配当決定に当たっての考え方やといった経営情報等、開示内容の一層の充実を図ることが望ましい」と報告されたこと等に基づき、平成5年3月3日に開示省令の改正省令が公布され、平成5年4月1日以後に開始する事業年度から、有価証券報告書等において配当政策の開示がなされることとなった。また、同小委員会報告書において「主要な財務指標の時系列情報〔中略〕等、開示内容の一層の充実を図ることが望ましい」と報告されたこと等に基づき、有価証券報告書等における「主要な財務指標の時系列情報」、いわゆるハイライト情報の開示も行われることとなった。

また、企業活動の多角化、国際化等を踏まえ、連結情報についても開示の充実に向けた見直しが行われた。

見直しの一点目は、連結決算の対象となる子会社の範囲の拡大である。連結決算の対象となる子会社の範囲については「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則」（以下、「連結財務諸表規則」という。）において「重要性の乏しいものは、連結の範囲から除くことができる」旨のいわゆる「重要性の原則」があり、連結の範囲から除くことができる判断基準として、通達において、資産、売上高及び利益の割合がいずれも10%以下の子会社という形式基準が設けられていた。しかし、連結財務諸表の制度導入後15年以上が経過し、企業活動の多角化、国際化等によって連結情報の重要性が高まっていること等を踏まえ、10%以下の形式基準は廃止され⁴⁾、重要性の原則の適用に当たっては子会社の実質的な重要性から判断することとされ、平成6年4月1日以後開始する連結会計年度から適用することとされた⁵⁾。

見直しの二点目は、事業の種類ごと、地域ごとといったセグメントごとの情報の開示の充実である。セグメント情報の開示制度は、昭和63年5月26日の企業会計審議会「セグメント情報の開示に関する意見書」を受けて平成2年4月1日以後開始する事業年度からスタートしていたが、制度の導入は段階的に行うとされ、一部の項目については後の検討課題とされていた⁶⁾。そのため、今般の開示省令等の改正において、検討課題とされていた項目について所要の整備が図られることとなったのである。具体的には、昭和63年5月の企業会計審議会意見書に沿って、①セグメント情報を会計監査の対象とする（平成5年4月1日以後開始する連結会計年度から適用。）、②国内・在外別（2区分）の「営業損益」についての開示（平成6年4月1日以後開始する連結会計年度から強制適用。）、③地域別のセグメント情報（売上高・営業損益・資産）の開示（平成9年4月1日以後開始する連結会計年度から強制適用であり、それまでは国内・在外別の2区分での注記が可能。）、についての規定が整備された。これらに加え、意見書において開示が求められた事項ではないものの重

要な情報として、④セグメント（事業の種類、地域）別の「資産」等の開示についての規定も設けられた（平成7年4月1日以後開始する連結会計年度から強制適用。）⁷⁾。

このほか、企業集団の研究開発活動の状況の開示、生産能力に関する記載の簡素化等に係る規定の整備が図られた。

（2） その他の法改正に伴う開示規定の整備

平成5年10月1日施行の商法等改正により、社債発行限度規制の撤廃、社債管理会社の設置の原則化等の社債制度の整備が講じられたことに伴い、開示省令等が改正され、①有価証券届出書における社債発行限度規制に関する記載上の注意の削除、②「受託会社」が「社債管理会社」に改められたことに伴う用語の置換え、③「財務制限条項」欄の新設等の所要の措置が講じられた⁸⁾。

また、平成6年4月1日施行の優先出資法に伴う関係政省令等の改正の一環として、ディスクロージャー規定の整備が図られた。同法により発行が認められた優先出資証券については、株券類似の証券として、①譲渡することができ、②協同組織金融機関がその譲渡を制限してはならない（転売制限を付し得ない）等が定められた。そのため、優先出資証券の発行に当たり、プロ私募は不可、少人数私募は可とされたほか、その他株式と同様の取扱いをするものとして関係政省令等の改正が行われた⁹⁾。

さらに、平成6年10月1日には、自己株式の取得規制の緩和等を内容とする改正商法、自己株式取得取引等の公正を確保するための改正証券取引法等が施行され、これに伴う所要の関係政省令の改正等が行われた。自己株式取得取引の開示については、投資者保護を確保しつつ開示を行う者の負担等を勘案し、証券取引法の改正によって、3か月ごとに自己株式の取得状況を自己株券買付状況報告書により開示する（公衆縦覧に供する）こととされた。また、有価証券報告書等においても自己株式取得状況等について開示が求められることとなった。これらのほか、利益消却のための自己株式の取得方法について、改正商法においては、市場を通じた取得に加え、公開買付けの手続を用いた取得も認められたことから、証券取引法の改正により、従前の（発行者以外の者による）公開買付けと類似の手続を用いた自己株式の取得ができるよう制度の整備がなされた¹⁰⁾。

平成7年11月16日には、改正新規事業法が施行され、認定事業者を対象としたストック・オプション制度が導入された。これを受けて開示省令・通達が改正され（平成7年12月22日公布・示達、平成8年1月1日施行・実施）、新株引受権と同様の開示規定が整備された。すなわち、ストック・オプションの付与状況（権利行使に伴う新株発行による資本金の増加、ストック・オプションの残存数等）についての情報を開示することとされた¹¹⁾。

(3) 規制緩和等に伴う開示規定の改正

規制緩和の一環としても、ディスクロージャー制度の見直しが行われた。平成7年3月31日の「規制緩和推進計画」に発行登録制度の利用適格要件の緩和（継続開示要件（3年間（CPについては2年間）から1年間へ））及び周知性要件（発行済株式に係る上場時価総額及び売買金額に係る基準を10分の1へ）の緩和や、ブックビルディング方式に係る訂正届出書の即日効力発生（従来は中1日）を認めること等が盛り込まれると、これを踏まえて、同年6月19日、開示省令が改正され、これらの措置が講じられた（同年7月1日施行。）。また、これらの見直しと併せて、社債の適債基準の撤廃（本章第3節2（1）参照）に伴う開示内容の充実も行われた。

その後、平成7年12月に公表された「証券分野の規制緩和等について」を踏まえた開示制度の見直しが行われた。具体的には、個人投資家への分かりやすい情報提供を可能とするため、有価証券届出書の効力発生後も要約仮目論見書の利用が可能であることを明確化する（同年12月22日実施。）、顧客の信用取引買付株券を証券会社の大量保有報告の対象外とする（平成8年1月1日実施。）といった措置が講じられた。また、このときの改正では、改正新規事業法に基づくストック・オプションに係る開示制度が整備された（本節1（2）参照）ほか、平成7年2月の日米包括協議・金融サービス協議において証券取引法上の有価証券に該当することが確認された他社株転換可能債に係る開示制度も整備された（いずれも平成8年1月1日実施。）¹²⁾。

平成8年4月には、同年3月の「規制緩和推進計画（改定）」及び「証券分野の規制緩和について」を踏まえ、開示省令等が改正され、開示制度の一層の改善が行われた。具体的には、発行登録制度の改善措置として、発行登録制度の利用適格要件の緩和（店頭登録企業への開放、周知性要件の金額基準の緩和（発行済株券の時価総額500億円以上から250億円以上へ））とともに、発行登録追補書類等の添付書類の簡素化（定款添付の廃止）が行われた。加えて、入札制度を利用した株式公開日程を短縮するため訂正届出書の効力発生期間を短縮する（即日又は翌日の効力発生を認める）等の措置が講じられたほか、開示に係る事務負担が軽減された¹³⁾。

以上のような開示制度に係る規制緩和に加えて開示内容の充実も行われた。平成8年2月23日には、「デリバティブ取引に係るディスクロージャーのあり方に関する研究会」（大蔵省証券局企業財務課長の私的研究会）から、一般会社のデリバティブ取引のディスクロージャーの在り方について提言¹⁴⁾がなされた。これを踏まえて、同年7月3日に「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」（以下、「財務諸表等規則」という。）等を改正する省令が公布され、それまでの先物、オプション、為替予約取引だけでなく、デリバティブ取引全般（店頭取引を含む）にディスクロージャーの対象範囲を拡大すること、デリバティブ取引や各種リスクの内容等についての定性的なディスクロージャーを導入すること、契約額（想定元本）・時価・評価損益を対象

物の種類別等に区分して開示すること等が定められた。改正省令は平成9年3月期決算（又は中間決算）から（ただし、現行制度において時価が開示されていない取引（スワップ取引、店頭取引等）についての時価及び評価損益の開示は平成10年3月期決算（又は中間決算）から）適用することとされた¹⁵⁾。

また、資産担保証券の開示制度も整備された。平成8年2月には、内国法人が発行する資産担保社債・CPの開示制度が整備された。外国法人の発行する資産担保社債・CPの開示制度は既に整備されており、この度の改正は、内国法人の発行するものについて制度的な手当を行ったものであった¹⁶⁾。資産担保証券の開示制度が整備された後、「特定債権等に係る事業の規制に関する法律施行令」が改正され、同法が対象とするリース・クレジット債権に係る資産流動化証券が同年4月に導入されることとなった（本章第3節2（3）参照）。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』49-57ページ。「証券取引制度関係政省令の概要」『旬刊 商事法務』平成5年4月5日号 8-15ページ。
- 2) 企業会計審議会「セグメント情報の開示に関する意見書」（昭和63年5月26日）『企業会計』（中央経済社）昭和63年7月号 27-28ページ。
- 3) 発行者の資本金額が5億円未満である場合、所有者数が300名未満に減少した場合には継続開示義務が免除されることとされた（『大蔵省証券局年報 平成5年版』54-55ページ）。
- 4) 連結対象となる子会社の範囲に係る10%以下の形式基準の廃止と併せて、持分法の適用範囲である10%の形式基準も廃止された（「ディスクロージャー関連部分の概要」『旬刊 商事法務』平成5年4月5日号 16-22ページ）。
- 5) 連結対象となる子会社の範囲に係る10%以下の形式基準の廃止を受けて、日本公認会計士協会において監査上の取扱いについて検討が行われ、平成5年7月21日に監査上の指針（監査基準委員会報告第52号「連結の範囲及び持分法の適用範囲に関する重要性の原則の適用に係る監査上の取扱い」）が公表された（『大蔵省証券局年報 平成6年版』283ページ。『旬刊 商事法務』平成5年9月5日号 48-50ページ）。
- 6) セグメント情報の開示の充実については、日米構造協議のフォローアップ会合の年次報告書（平成3年5月、平成4年7月）にも盛り込まれていた（「改正省令に基づくセグメント情報の充実」『旬刊 商事法務』平成5年6月5日号 20-26ページ）。
- 7) セグメント情報の開示の段階的実施に対応するため、日本公認会計士協会において、平成5年11月9日に実務指針（監査基準委員会報告第53号「セグメント情報の監査に係る実務指針」）が公表された（『大蔵省証券局年報 平成6年版』283ページ。『旬刊 商事法務』平成5年11月25日号 28-31ページ）。

その後、平成7年3月31日には、セグメント別の「資産」等の開示や、地域別セグメント情報等の開示の実施に向けて証券局長通達「連結財務諸表の用語、様式および作成方法に関する取扱要領」が改正され、これを受け同年4月1日に日本公認会計士協会において実務規範（会計制度委員会報告第1号「セグメント情報の開示に関する会計手法」）が作成された（「企業内容等の開示に関する省令等の一部を改正する省令」（大蔵省令第29号）の

公布等について』『証券業報』平成7年4月号105-121ページ。「セグメント情報の記載要領等の改正—連結財務諸表規則取扱い要領の改正の概要—」『旬刊 商事法務』平成7年4月25日号8-15ページ。『大蔵省証券局年報 平成7年版』265ページ。

- 8) 「商法等の一部改正に伴う企業内容開示省令等の改正に関する解説」『旬刊 商事法務』平成5年10月25日号30-33ページ。
- 9) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』46-49ページ。
- 10) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』49-51ページ。『大蔵省証券局年報 平成7年版』39-41ページ。

この制度の整備に際して、公開買付けの開示に関する省令については、その省令名を「発行者である会社以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する省令」に改める等の改正が行われた。

- 11) 「規制緩和に伴う「企業内容等の開示に関する省令」等の一部改正について」『証券業報』平成8年1月号31-49ページ。「要約仮目論見書の活用等に係る省令・通達の改正について」『証券業報』平成8年2月号7-15ページ。
- 12) 「規制緩和に伴う「企業内容等の開示に関する省令」等の一部改正について」『証券業報』平成8年1月号31-49ページ。「要約仮目論見書の活用等に係る省令・通達の改正について」『証券業報』平成8年2月号7-15ページ。「日米包括協議における証券関係の措置事項について」『証券業報』平成7年2月号47-54ページ。
- 13) 『大蔵省証券局年報 平成7年版』54-55ページ。『証券年報 平成8年版』58-64ページ。「ディスクロージャー制度に係る規制緩和措置」『旬刊 商事法務』平成8年6月15日号17-21ページ。
- 14) デリバティブ取引に係るディスクロージャーのあり方に関する研究会「デリバティブ取引に係るディスクロージャーのあり方について」(平成8年2月23日)『証券業報』平成8年3月号53-60ページ。
- 15) 「デリバティブ取引に係るディスクロージャーの充実に伴う「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する省令」の公布等について」『証券業報』平成8年7月号40-57ページ。「財務諸表等規則等の改正—デリバティブ取引等に係るディスクロージャーの充実—」『旬刊 商事法務』平成8年8月5日号57-67ページ。
- 16) 「内国法人によるアセット・バックト社債及びCPの発行に係るディスクロージャー制度の整備について」『証券業報』平成8年4月号29-31ページ。

2 企業会計基準

(1) 会計基準の整備

平成元年3月の企業会計審議会総会において「リース取引に係る会計問題」を審議事項とすることが決定され、平成4年5月以降、企業会計審議会第一部会及び企業会計審議会第一部会小委員会において審議が行われた。リース取引は、企業会計の実務上、賃貸借取引として処理されていたが、経済実態的に売買契約と同様の状態にあるファイナンス・リース取引¹⁾の増加により、その取引の実態を財務諸表に的確に反映させるべきであるとの指摘がなされていた。そこで、企業会計審議会第一部会及び企

業会計審議会第一部会小委員会においてリース取引に係る会計処理及び開示方法に関する会計基準について審議が重ねられ、平成5年6月17日に同部会の「リース取引に係る会計基準に関する意見書」²⁾が取りまとめられた。同意見書においては、ファイナンス・リース取引については、原則として通常の売買取引に係る方法に準じた会計処理を行うが、リース物件の所有権が借り手に移転すると認められるもの以外の取引については、原則的処理を行ったとすれば開示されることとなる資産及び負債等を注記により開示することを条件に、例外的に賃貸借処理によることができることとすることなどが示された。また、実施については、段階的实施を図ること等の必要性が指摘された³⁾。その後、平成6年3月に「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」等⁴⁾の関係省令・通達が改正され、同年4月1日以後に開始する事業年度から適用された（ただし、例外的に賃貸借処理を行った場合の注記については、段階的に実施された。）⁵⁾。

平成6年3月の企業会計審議会総会において、以後の審議テーマの検討が行われ、昭和54年6月26日の設定から15年が経過した「外貨建取引等会計処理基準」の見直しを審議事項とすることが決定され、平成6年4月以降、企業会計審議会第一部会及び企業会計審議会第一部会小委員会の合同会議において審議が行われた。同会計処理基準は昭和58年12月22日に、外貨建長期金銭債権債務等⁶⁾に為替予約を付した場合の会計処理方法について、同会計処理基準の注解の一部追加の改訂が行われたが、その後、改訂前基準の設定時には予測し得なかった多くの状況が生じたことから会計処理基準全般について審議が重ねられ、平成7年5月26日に企業会計審議会報告において、改訂「外貨建取引等会計処理基準」⁶⁾が取りまとめられた。同改訂基準においては、①外貨建取引の換算基準（基本的には改訂前基準と同様であるが、改訂点として、(i)外貨建長期金銭債権債務に重要な為替差損が生じているときは、決算時の為替相場により換算し為替差損を認識する、(ii)為替予約について決算時の包括予約は原則として貸借対照表上の外貨建金銭債権債務に振り当てる、等が挙げられる。）、②在外支店の財務諸表項目の換算基準（現行基準のテンポラル法の考え方を踏襲する。）、③在外子会社等の財務諸表項目の換算基準（改訂前基準が抜本的に改訂され、決算日レート法の考え方が採用された。具体的には、(i)資産及び負債は決算時の為替相場により換算する、(ii)資本に属する項目は、親会社による株式取得時における項目については取得時の為替相場、その他項目については発生時の為替相場により換算する、(iii)収益及び費用は決算時の為替相場又は期中平均相場により換算する等である。）が定められた。同改訂基準の適用時期は、平成7年6月7日の大蔵省の証券局長通達「「外貨建取引等会計処理基準の改訂について」（平成7年5月26日企業会計審議会報告）の取扱いについて」により、平成8年4月1日以後に開始する事業年度から適用することとされた（ただし、それ以前の事業年度において適用することは妨げられない。）⁷⁾。

この間、平成6年には変動利付債とデュアルカレンシー債が、平成7年にはステップアップ債が発行されるなど社債の多様化が進む中で、これら新しいタイプの債券の時価情報の在り方について検討することが必要となった。また、平成7年3月31日の大蔵省の証券局長通達の改正により、それまで例外的に時価情報の開示の対象外とされていたエクス・ワラント社債（新株引受権付社債の新株引受権分離後の債券）が新たに時価情報の開示対象とされたことから、その時価算定方法の検討も必要となっていた。これらの債券の時価算定方法については、企業財務制度研究会⁸⁾において検討が行われ、平成7年6月6日に検討結果が取りまとめられた。これを受けて企業内容等の開示に関する取扱通達が改正され、変動利付債の評価法（当面額面金額で評価）が定められることなどがなされた⁹⁾。

（2） 連結情報の充実に向けた検討

平成7年10月の企業会計審議会総会において、企業会計審議会第一部会における審議事項として「連結財務諸表を巡る諸問題」を取り上げることが決定され¹⁰⁾、翌11月より企業会計審議会第一部会及び企業会計審議会第一部会連結委員会において審議が開始された。

当時、日本企業の多角化・国際化が急速に進展する中、企業集団の抱えるリスクとリターンとを的確に判断するため連結情報に対する投資家のニーズが一段と高まっており、企業の側においても連結経営を重視する傾向が強まっていた。また、日本企業の国外市場における資金調達や日本における外国人投資家の増加等に対応するためにも連結情報の充実が重要となっていた。日本では、昭和50年6月24日に企業会計審議会から「連結財務諸表の制度化に関する意見書」が出され、昭和52年4月1日より連結財務諸表制度が導入されて以来、同制度は数次の改善がなされてきたが、単体情報との比較や国際的な比較からなお幾つかの問題点が指摘されていた。このことから、連結情報の充実と連結手続を抜本的に見直し、連結情報の位置付けを一層高めていくことが必要となったのであった。

企業会計審議会第一部会及び企業会計審議会第一部会連結委員会における審議の中間的な取りまとめとして、平成8年6月21日の企業会計審議会総会において、「連結財務諸表を巡る論点の整理について」¹¹⁾が報告された。この論点整理では、①連結ベースのディスクロージャーを巡る論点として、(i)連結情報の充実、(ii)連結キャッシュ・フロー計算書や中間連結財務諸表の導入、(iii)連結ベースでの臨時報告書提出要件の導入、(iv)連結情報に係る監査対象の拡大、等を、また、②連結財務諸表の作成を巡る論点として、(i)議決権の所有割合以外の要素を加味した連結範囲の判定、(ii)税効果会計の適用の推進、等が掲げられ、これらの諸点について検討を進めていくとされた。また同日の総会では、金融商品、企業年金、研究開発費等に係る会計処理基準の

在り方について検討するため「特別部会」が設置され、7月から審議を行うことが決定された¹²⁾。

この後、連結財務諸表制度をはじめとする会計制度・会計基準の抜本的見直しは、金融システム改革の一環として進められていくこととなった（第3章第7節参照）。

〔注〕

- 1) リース期間中に契約を解除することができない（若しくはこれに準ずる）リース取引で、借り手が当該契約に基づき使用する物件（リース物件）からもたらされる経済的利益を実質的に享受でき、かつ当該リース物件の使用に伴って生じるコストを実質的に負担することとなる取引。
- 2) 企業会計審議会第一部会「リース取引に係る会計基準に関する意見書」（平成5年6月17日）『企業会計』（中央経済社）平成5年8月号 131-134ページ。
- 3) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』252-253ページ。
- 4) 他に、「中間財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」、「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則」がある。
- 5) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』245ページ。

なお、このとき、先物為替予約取引についても開示省令が改正され、先物為替予約取引に係る情報を有価証券報告書等において開示することとされた（平成6年4月1日以後開始する事業年度から適用。）（「先物為替予約に関する省令改正一開示内容の充実と簡素化一」『旬刊 商事法務』平成6年3月25日号 8-10ページ）。

平成6年1月18日には、日本公認会計士協会から実務指針「リース取引の会計処理及び開示に関する実務指針」が公表された（『大蔵省証券局年報 平成6年版』283ページ。「リース取引の会計処理及び開示に関する実務指針（その一）」『旬刊 商事法務』平成6年2月25日号 35-43ページ。「リース取引の会計処理及び開示に関する実務指針（その二）」『旬刊 商事法務』平成6年3月5日号 19-34ページ）。

- 6) 企業会計審議会「外貨建取引等会計処理基準の改訂について」（平成7年5月26日）『企業会計』（中央経済社）平成7年7月号 82-85ページ。
- 7) 『大蔵省証券局年報 平成7年版』225-226ページ。「外貨建取引等会計処理基準の改訂について」（平成7年5月26日企業会計審議会報告）の取扱いについて『証券業報』平成7年7月号 32-33ページ。
- 8) 企業財務制度研究会は、ディスクロージャー制度、企業会計規準に関する調査、提言を目的とする民間出資の財団法人である（『証券業報』平成2年8月号 82ページ）。
- 9) 「企業内容等の開示に関する省令等の一部を改正する省令」（大蔵省令第29号）の公布等について『証券業報』平成7年4月号 105-121ページ。「企業内容等の開示に関する取扱通達の一部改正について」（蔵証第797号）の示達について『証券業報』平成7年7月号 75-78ページ。「証券取引法上の開示制度の改善の概要」『旬刊 商事法務』平成7年4月25日号 2-4ページ。鳥越宏行「エクス・ワラント社債等の時価情報の開示一債券時価情報検討委員会報告の概要について」『旬刊 商事法務』平成7年7月15日号 16-22ページ。『大蔵省証券局年報 平成7年版』245ページ。
- 10) 『月刊 資本市場』平成7年11月号 81ページ。

- 11) 企業会計審議会「連結財務諸表を巡る論点の整理について」(平成8年6月21日)『企業会計』(中央経済社)平成8年8月号140-143ページ。
- 12) 『証券年報 平成8年版』220-222ページ。

3 監査制度・監査基準

(1) 金融環境の変化等への対応

本章対象期間においては、金融の自由化・国際化に伴い金融機関の直面するリスクが多様化したこと等もあって、金融機関の経営破綻等が生じ、また、これを契機に金融行政は客観的なルールに基づく監督・検査に転換することとなった。具体的には、平成8年6月21日公布の金融機関経営健全性確保法により早期是正措置が導入され、これに伴い金融機関は資産内容を査定し、公認会計士又は監査法人の監査を受けることとなった。こうした動きに対応するため、日本公認会計士協会は、平成8年3月26日に銀行等監査特別委員会を設置し、金融機関の資産の自己査定等に係る監査の実務指針を検討・策定していった。また、金融機関経営健全性確保法では、一定規模以上の信用金庫・信用組合等に対する公認会計士又は監査法人による監査が導入されることとなった¹⁾。

(2) 会計士監査の充実に向けての検討

平成8年9月、公認会計士審査会は、会計士監査について、公認会計士審査会会長の委嘱による学識経験者・実業界・会計士等の有識者からなる懇談会メンバーとの意見交換を通じた検討を開始することとした。これは、会計士監査が質的にも量的にも拡大し高度化する監査上のニーズに十分応えることができていないとの指摘がなされ、特に、金融機関等の経営破綻を巡って、会計士監査が有効に機能したのか疑問の声が寄せられる中で、会計士監査についてより幅広く監査体制・監査報告の在り方等を含めた制度全体の検討を行う必要性が認められ、懇談会が設置された。検討を踏まえ、公認会計士審査会は、平成9年4月24日に10の具体的施策を提言した(第3章第7節4参照)。²⁾

〔注〕

- 1) 『証券年報 平成9年版』287-288ページ。
- 2) 公認会計士審査会「会計士監査の充実に向けての提言」(平成9年4月24日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kounin/tosin/1a1001f1.htm。

4 公正取引ルール

平成4年7月20日の公正確保法の施行により証券取引等監視委員会が設立され、取引の公正確保のための監視体制が整備されることとなった（公正確保法の概要については第1章第3節6及び7を参照されたい。監視委員会による建議及び勧告、告発などの活動状況については本巻「証券行政」第2章を参照されたい。）。また、同法により、店頭市場にも相場操縦的行為の禁止、インサイダー取引規制等の不正取引規制が適用されることとなった。

この後、公正取引ルールに関しては、平成5年の優先出資法の制定に伴い、同法に基づく優先出資証券が新たに証券取引法上の有価証券と位置付けられ、優先出資証券に係る取引をインサイダー取引規制の対象とする、優先出資証券の安定操作取引に関する規定の整備等が行われた（平成6年4月1日施行）¹⁾。

また、平成6年の自己株式取得に係る規制緩和に際しては、証券取引審議会公正取引特別部の審議結果（「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」（平成6年2月21日））を踏まえて証券取引法が改正され、自己株式取得の決定がインサイダー取引規制上の重要事実として規定された。その際、具体的な取得予定日、取得予定数量等の決定は、インサイダー取引規制上の重要事実と該当し得ると解された。しかし、当該会社が自己株式の取得の前に具体的な取得予定日、取得予定数量等を公表することは株価に大きな影響を及ぼしかねない等の理由から、会社が自己株式の取得を行うに当たって、当該自己株式に係る定時株主総会決議の内容の公表が既になされている場合には、当該決議による授權の範囲内で取締役会等の実質的な会社の業務執行機関が決定する具体的な取得予定日等を公表せずに自己株式の取得を行っても、これはインサイダー取引規制には該当しないこととされた（他方、会社関係者が、自己株式取得の決定以外の重要事実を知らず自己株式の取得をした場合には、インサイダー取引規制の対象となる。）²⁾。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』58ページ。『大蔵省証券局年報 平成6年版』46-49ページ。
- 2) 「平成6年商法改正法の解説〔1〕」『旬刊 商事法務』平成6年7月15日号 2-6ページ。「自己株式取得の規制緩和に伴う証券取引法の改正の概要」『旬刊 商事法務』平成6年7月15日号 7-11ページ。「自己株式取得の規制緩和に伴う証券取引法関係政省令の改正等の概要」『旬刊 商事法務』平成6年10月25日号 13-15ページ。

第6節 証券市場行政に係る国際協調

1 証券監督者国際機構（IOSCO）

IOSCOでは、証券取引の国際化に伴う規制上の問題を議論する場である専門委員会の下に第1作業部会（多国間ディスクロージャー・会計基準作業部会）、第2作業部会（流通市場規制作業部会）、第3作業部会（市場仲介者に関する規制作業部会）、第4作業部会（法務執行と情報交換に関する作業部会）、第5作業部会（投資管理）（平成5年2月に新設。）の五つの作業部会が設けられ、各分野における実務的な議論が行われていた（第1章第8節1参照）。以下では、日本が議長を務めた第2作業部会（流通市場規制作業部会）における議論を中心に、本章の対象期間中のIOSCOの活動を記述する。

第1章第8節1で述べたとおり、第2作業部会では、①現物市場と先物市場との協調、②スクリーン・ベース・トレーディング、③透明性、の三つのテーマが議題であった。このうち第一点目の現物市場と先物市場との協調については、平成4年1月に株価指数を基礎とする派生商品の商品設計において証券監督者や取引所が留意すべき点に関する合意が、同年5月には市場の暴落時における現物・先物両市場の協同的管理の必要性を確認する合意がまとめられた¹⁾。これらの合意内容は、同年7月の専門委員会での合意を経て、同年10月25～29日の第17回IOSCO年次総会（於ロンドン）の際に第2作業部会の報告書として公表された。このほか、第17回IOSCO年次総会（於ロンドン）では、国際監査基準と各国の認める監査基準とを選択して受け入れることができるとする「国際監査基準の是認に関する決議」が採択された²⁾。

第2作業部会はその後も上記の三つのテーマについて検討を続け、平成5年6月22日には現物市場と先物市場との協調についての三つ目となる報告書（「市場暴落の時期における関連する現物・派生両市場当局間のオープンかつタイムリーなコミュニケーションを強化するためのメカニズム」）を取りまとめた。この報告書をもって第2作業部会における現物市場と先物市場との協調についての検討は完結することとなり、その集大成として、平成5年10月24～28日の第18回IOSCO年次総会（於メキシコシティ）において、現物・派生市場の効果的な監督を強化するための決議文が採択された。また同総会では、流通市場における透明性と、公正性・効率性という規制目的の関係を分析した「流通市場における透明性」と題する第2作業部会報告書が公表された。このほか同総会においては、第1作業部会において、国外の発行体による国際間公募及び継続開示の際のキャッシュ・フロー・ステートメントに関する国際会計基準

第7号の使用を承認する決議文が採択されるとともに、第4作業部会においては、国境を越えた現物・先物取引に係る不正行為に対処するためにIOSCO会員が投資者保護を強化するためにとるべき一連の方法を明らかにした決議文が採択された。さらに、同総会では、平成4年7月20日に発足した日本の証券取引等監視委員会が準会員として新たに加盟することが承認されるなどした³⁾。

平成6年10月には、大蔵省証券局及び証券取引等監視委員会の共催により、IOSCOの年次総会がアジアにおいて初めて東京で開催された(第19回IOSCO年次総会)。第2作業部会については、同作業部会において議論が続けられていたクロス・ボーダー私設スクリーン・ベースド取引システム(PTS)⁴⁾の規制に係る諸問題に関する報告書が公表された。同報告書は、PTSに対する規制の在り方を検証したものであり、PTSが果たす様々な機能に対応した規制を課すというアプローチを採用し、その規制に関連する問題を「考慮すべき規制上の諸課題」として明らかにした。ただし、これは強制されるものではなく、各国の監督当局がPTSに対する適切な規制上の対応を見出すため、また、PTSのクロス・ボーダー活動に関連した規制上の諸問題を探るためのガイドラインとして位置付けられた。

この第19回IOSCO年次総会(於東京)においては、既に同年7月に、IOSCO専門委員会及びバーゼル銀行監督委員会が証券会社、銀行に対する店頭派生商品のリスク管理に対するガイドラインをそれぞれ公表していた⁵⁾ことから、IOSCO専門委員会から第3作業部会に対し、店頭派生商品の監督をバーゼル銀行監督委員会と共同で行う可能性を検討するよう要請がなされた。第4作業部会からは、規制が不十分な国・規制を課すことに非協力的な国における監督当局の問題について、またこうした国々との情報交換を進めていくための方法及び改善策について論じた「規制不十分国及び非協力国の証券・先物監督当局による問題」と題する報告書が公表されるとともに、同報告書で取り上げた問題に取り組むために「高度の規制水準及び相互の協力・援助に係るIOSCO基本原則履行決議」が代表委員会⁶⁾において採択された。また、第5作業部会からは、同作業部会が作成した「投資信託の規制に関する基準原則及び補足説明書」が公表された⁷⁾。

平成7年2月に発生したベアリングズ事件(本巻「証券行政」第2章参照)を契機として、同年5月に、英国のウィンザーにおいて日米欧など16か国の先物市場等の監督当局が会合を開き、①市場当局間の協力、②顧客の建玉・資金・資産の保護、③デフォルト処理手続、④緊急事態における監督上の協力、の四つのテーマについての共通認識を討議するとともに、一段の作業をIOSCOの下で進めることに合意した「ウィンザー宣言」を発表した⁸⁾。これを受けて、平成7年7月9～13日の第20回IOSCO年次総会(於パリ)では「ウィンザー宣言」のフォローアップとして「クロス・ボーダー取引に関する代表委員会決議」が採択され、①「ウィンザー宣言」で述べられて

いるIOSCO専門委員会による一段の作業を支持すること、②すべてのクロス・ボーダー取引に関し、同宣言で合意された措置を裏打ちするため、また推進するため、自国の管轄区域内で必要かつ適切なすべての措置をとるようIOSCO会員に依頼すること、が表明された。また、同年次総会の際のIOSCO専門委員会においても、従来の検討テーマに加えて同宣言のフォローアップが大きく取り上げられることとなり、「ウィンザー宣言」の四つのテーマのうち第2作業部会において「市場当局間の協力」及び取引所等による「デフォルト処理手続」についての報告書を作成すること、第3作業部会において「顧客の建玉・資金・資産の保護」についての報告書を作成することとされた。IOSCO専門委員会ではこのほか、第2作業部会の関係では、株式及び株式派生商品に係る保証金・証拠金制度の規制上の諸問題についての報告書と、店頭派生商品のネットティング・クリアリング等についての報告書を作成する等の作業計画が了承され、またその他の作業部会の関係では、「証券会社によるヴァリュー・アト・リスク・モデルの利用増大の証券監督当局にとっての意味合い」と題する第3作業部会報告書と、第19回年次総会で採択された「高度の規制水準及び相互の協力・援助に係るIOSCO基本原則履行決議」の実施に資するために第4作業部会が作成した手引きが採択された。⁹⁾

「ウィンザー宣言」のフォローアップとして第2作業部会において作成することとなった「市場当局間の協力」及び取引所等による「デフォルト処理手続」についての報告書は、平成8年3月、IOSCO専門委員会の承認を得た後、「市場当局間の協力およびデフォルト処理手続」と題する報告書としてIOSCO専門委員会より公表された。同報告書は、①先物・オプション市場における大口建玉に係るモニタリング及び情報交換に関する市場当局間の協力、並びに②先物・オプション取引に関する市場のデフォルト処理手続、特に同手続の透明性並びに建玉、資金及び資産の取扱いに係る最善の慣行について、IOSCOの見解を概説したものであった。¹⁰⁾

平成8年9月16～20日の第21回IOSCO年次総会（於モントリオール）においては、「ウィンザー宣言」のフォローアップとして、IOSCO及び加盟各国による実施状況の最終報告書が総会期間中に公表された。日本は当該報告書の中で、証券取引審議会デリバティブ特別部会による改善策（IOSCOの議論等も踏まえた取引証拠金の顧客ごとの分別計算などの措置については本章第3節6（2）を参照されたい。）を報告した。また、第2作業部会が起案した「店頭派生商品取引における一括精算ネットティング契約の法的有効性の確実性の確保に関する決議」が代表委員会で採択された。¹¹⁾

〔注〕

- 1) 「証券市場をめぐる諸問題と行政」『証券業報』平成4年9月号 31-49ページ。
これら二つの合意のうち前者については、「資料 株価指数を基礎とする派生商品の商品

設計（仮訳）』『旬刊 商事法務』平成4年12月25日号 24-25ページ、後者については「市場暴落への対応策（仮訳）』『旬刊 商事法務』平成4年12月15日号 5-8ページに所収されている。

- 2) 「IOSCO総会の概要」『旬刊 商事法務』平成4年12月15日号 2-8ページ。
- 3) 「第18回IOSCO総会の概要」『旬刊 商事法務』平成5年11月25日号 8-13ページ。「第18回証券監督者国際機構（IOSCO）総会の模様について」『月刊 資本市場』平成5年12月号 82-86ページ。
- 4) PTS（Proprietary Trading System）とは、取引所又は自主規制機関により運営されず、かつ取引所や自主規制機関等による規制が何ら行われていないスクリーン取引システムを指す。
 なお、本段落の内容は、「第19回証券監督者国際機構（IOSCO）年次総会の概要」『ファイナンス』平成6年11月号 8-13ページによる。
- 5) IOSCOにおいては、専門委員会第3作業部会において「店頭派生商品リスク管理ガイドライン」が作成され、平成6年7月にこれが専門委員会から公表されていた。
- 6) 代表委員会は、正会員・準会員のすべての代表者によって構成される（投票権は正会員のみ）。年1回、総会時に開催される（『大蔵省証券局年報 平成7年版』29-30ページ）。
- 7) 「第一九回証券監督者国際機構（IOSCO）年次総会の概要」『旬刊 商事法務』平成6年11月25日号 2-6ページ。「第19回証券監督者国際機構（IOSCO）年次総会の概要」『ファイナンス』平成6年11月号 8-13ページ。「IOSCO東京総会を終えて—拡大する証券・先物クロスボーダー取引を背景に活発な議論を展開—」『月刊 資本市場』平成7年1月号 63-74ページ。
- 8) 「ウィンザー宣言（仮訳・抜粋）」（平成7年5月17日）『ファイナンス』平成7年8月号 19-21ページ。
- 9) 「第20回証券監督者国際機構（IOSCO）年次総会の概要」『ファイナンス』平成7年8月号 16-21ページ。
- 10) 「IOSCO専門委員会報告書の概要—市場当局間の協力およびデフォルト処理手続—」『旬刊 商事法務』平成8年5月25日号 16-19ページ。
- 11) 「第21回証券監督者国際機構（IOSCO）年次総会の概要」『ファイナンス』平成8年11月号 65-67ページ。『証券年報 平成9年版』32-37ページ。

2 SECとの定期協議、日米英証券監督者三極会合等

日本の大蔵省証券局と米国のSECとの定期協議については、平成5年11月1日に第7回会合（於ワシントンD.C.）が開催された。同会合では、証券業務・銀行業務についての米国のグラス・ステイーガル法、日本の証券取引法第65条関係改革の進展、IOSCOにおける透明性基準策定の検討の方向性について話し合いがもたれた。また、SEC側から投資会社法の見直しの現状等について説明があり、日本側からは日本の投資信託市場における自由化状況について説明がなされた¹⁾。

日米英証券監督者三極会合については、平成6年4月22日に第3回会合が東京にお

いて開催された。同会合では、①証券市場の状況、市場及び規制上の重要な進展に関する意見交換、②派生市場に係る適切な監督政策の協調に関する意見交換、③法務執行機関への警笛、④投資顧問のクロス・ボーダー活動に係る適切な規制・検査のための協調的努力に関する意見交換を議題とし、話し合いがもたれた²⁾。なお、日本側では、平成4年7月20日に発足した証券取引等監視委員会もこの第3回会合に新たに参加した。

平成6年8月には、アジア・太平洋地域の12か国・地域が参加して、アジア・太平洋諸国法務執行担当者会合が開催され、同会合に参加した日本の証券取引等監視委員会からは、日本における証券取引監視体制の整備の状況等についての説明がなされた。この会合は、アジア・太平洋地域諸国間における法務執行上の共通関心事項について相互理解を深めるためにもたれたものであり、以降各年に開催された（平成6年8月：マレーシア、平成7年10月：オーストラリア、平成8年5月：韓国、平成9年4月：中国（北京）、平成10年2月：インド（ムンバイ）においてそれぞれ開催された。）³⁾。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』37-38ページ。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』39ページ。
- 3) 証券取引等監視委員会『証券取引等監視委員会の活動状況』平成6年度版（平成7年10月）65ページ。証券取引等監視委員会『証券取引等監視委員会の活動状況』平成7年度版（平成8年10月）93ページ。証券取引等監視委員会『証券取引等監視委員会の活動状況』平成8年度版（平成9年10月）75ページ。証券取引等監視委員会『証券取引等監視委員会の活動状況』平成9年度版（平成10年10月）81-82ページ。

3 金融協議

本章対象期間においても、G7諸国、EC、スウェーデンと日本との間で金融協議の開催が続けられた。

日米間の金融協議は、平成3年10月17日の第4回「日米金融市場ワーキング・グループ」（第1章第8節4参照）の開催以降しばらく行われなかったが、平成5年5月25日、6月10日に米財務省と日本の大蔵省との間で金融市場アクセス問題に関する非公式な協議が行われた。ここでは、ウルグアイ・ラウンドの金融サービス交渉で取り上げられた事項を含め、日米間の金融市場アクセス問題について幅広い議論が行われた。平成5年7月10日には、日米首脳間で「日米間の新たな経済パートナーシップのための枠組みに関する共同発表」¹⁾がなされ、この発表での日米の合意における「セクター別・構造面の協議及び交渉」の中の五つのバスケットの一つである「規制緩和及び競争力」の対象の一つとして金融サービスが明示されたのを受け、従来の金融協

議は、日米フレームワーク協議金融サービス作業部会として引き継がれることとなった²⁾。この後、同年9月以降、合計12回にわたり会合がもたれ、平成7年1月10日に最終的な決着に至った。日本側措置のうち証券局関係措置の主なものとしては、投資信託関連では、①投資信託委託業務と投資一任業務の併営、②パフォーマンス・データの公開、③運用規制の緩和、等、証券関連では、①有価証券の定義に関する（照会等）手続の明確化等、②証券取引法上の有価証券に該当するものの確認、③「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」（平成4年法律第77号）上の資産担保証券の導入の検討、④適債基準及び財務制限条項の抜本的見直し、⑤外国証券会社による親保証付CPの発行の承認、等であった。なおこの後、複数回のフォローアップ会合が開催され、措置の実施状況が順調であることが相互に確認された。³⁾

その他の国・地域との間での金融協議も続けられ、平成4年から平成6年にかけては金融制度改革、投資信託改革等を議事とする会合がもたれた。また、平成7年から平成8年にかけては証券分野の規制緩和等を議事とする会合がもたれた（その後の平成9年には、第3章に記述する金融システム改革等を議事とする会合がもたれた。）⁴⁾

〔注〕

- 1) 外務省ウェブ・ページ <http://www.mofa.go.jp/mofaj/area/usa/keizai/framework/>。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』40ページ。
- 3) 『証券年報 平成9年版』38-43ページ。
- 4) 『証券年報 平成9年版』43-44ページ。

第7節 証券関係税制

平成5年度税制改正においては、平成4年8月28日に策定された「総合経済対策」に、株式市場の活性化等を図るため、株式の投資単位の引下げを促進する観点から、株式発行企業に対し、1単位の株式の数の変更（いわゆる単位のくくり直し）や株式分割を要請することが盛り込まれたことを受けて、株式の投資単位の引下げを促進するため、2年間に限り、大幅な株式分割等によって上場会社等が発行する株券に係る印紙税を非課税とする特例措置が講じられた。具体的には、発行済株式の総数と同数以上の新株を発行する株式分割（いわゆる1株を2株以上に分割する株式分割）により新たに発行する株券や、1単位の株式数を2分の1以下にする株式数の変更によりその株主から提出された株券と交換するために新たに発行する株券等が本特例措置の対象とされた。また、平成5年度税制改正においては、金融制度改革法により新たに追加された有価証券を有価証券取引税の課税対象とするとともに、国内CP及び国外CPのうち発行から償還までの期間が9か月以内のもの、又は国外CDのうち発行から償還までの期間が6か月以内のもの譲渡については、短期市場の育成の観点から、金融制度改革法の施行の日（平成5年4月1日）から平成7年3月31日までの間に行われるものに限り、有価証券取引税を非課税とすることとされた。このほか、民間国外債の利子・発行差金の非課税制度（平成3年度税制改正により平成5年3月31日まで2年間延長されていた。）が、平成7年3月31日まで2年間延長された¹⁾。

平成6年度税制改正においては、株式の利益消却の場合の残存株主に対する課税について、従来どおりみなし配当課税を行うとしつつ、そのみなし配当については所得税の源泉徴収の対象としないこととする特例措置が創設された。この背景には、みなし配当については、①他の配当と同様に所得税の源泉徴収の対象とされていたことから、株式の利益消却を行う場合、納付する源泉徴収税額相当の現金配当が別に必要となるため、株式消却・株式取得の時期が定時株主総会の時期に限定される等の問題が指摘されていたこと、②平成6年の通常国会に、株式の利益消却の手續の簡素化等を内容とする自己株式の取得規制の緩和のための商法改正関係法案が提出されていること等にかんがみて、税制面でも、みなし配当課税の原則を維持しつつ、何らかの手当を行うことが適当と考えられたことがあった。利益による株式消却を行った場合の残存株主は、この（源泉徴収の対象となっていない）みなし配当を含めて確定申告をすることとなる。ただし、一定の給与と所得者については確定申告を不要とする制度（みなし配当を含めた給与等以外の所得の合計額が20万円以下の場合に確定申告が不要となる。）が適用された²⁾。

平成7年度税制改正においては、平成7年5月に上場された日経300株価指数連動型上場投資信託（本章第4節3参照）について、その定着が急務であるとの政策的要請があることや株式と同様の商品性を有すること等を踏まえ、従前の公社債投資信託以外の証券投資信託とは異なる取扱いをすることとされ、以下のような課税の特例が設けられた。まず、①収益の分配については、原則として株式の配当に対する課税と同様の方法で課税することとされ、従前の税率15%の源泉分離課税の対象から外し、配当の支払時に20%の税率による源泉徴収を行ったうえで確定申告により他の所得と総合して課税することとされた。これに伴い、収益の分配に係る配当所得に株式配当並みの配当控除が適用されるとともに、少額配当申告不要の特例（配当支払年間合計額10万円以下）の適用が認められることとなった。また、②受益証券の譲渡による所得については、従前のように非課税とせず、株式等の譲渡所得の場合と同様に扱うこととし、(i)株式等の譲渡所得等に対する20%の税率による申告分離課税と、(ii)上場株式等に係る譲渡所得等に対する20%の税率による源泉分離課税のいずれかの方法により課税することとされた³⁾。

このほか、平成7年度税制改正では、平成5年度税制改正で措置された株式分割等に係る株券の印紙税の非課税措置について、株式取引が低迷する中、引き続き発行会社に対して投資単位の引下げが要請されるなどの一層の市場活性化が求められている状況等を考慮し、その適用期限を平成9年3月31日まで延長することとされた。また、これに併せて、この特例措置の対象となる株式分割等の範囲を拡充し、従前は1株を2株以上に分割する株式分割等を対象とするとされていたが、発行済株式総数の2分の1に相当する数以上の新株を発行する株式分割等（1株を1.5株以上に分割する株式分割等）を対象とするとされた。同様に、平成7年度税制改正においては、平成5年度税制改正において措置されたCP等に係る有価証券取引税の非課税措置について、引き続き短期金融市場の育成に配慮する必要があることから、平成9年3月31日まで2年間延長された。平成7年度税制改正ではさらに、民間国外債の利子・発行差金の非課税制度も平成9年3月31日まで2年間延長された。

平成7年11月17日には、「租税特別措置法の一部を改正する法律」が公布・施行され、利益による株式消却を行った場合にみなし配当課税を行わないとする特例措置が創設された⁴⁾。上述のとおり、平成6年度税制改正で利益による株式消却を行った場合の残存株主に対するみなし配当課税について源泉徴収を適用しないとの改正が行われたが、その後も利益による株式消却を決議する会社は現れず、その原因としてみなし配当課税の存在が指摘されていた。このような中、平成7年6月27日の「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「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特例措置を講ずることとし所要の検討を進める」ことが明記されたことを受け、そのための租税特別措置法改正法案が同年9月29日

に臨時国会に提出され、同法は11月10日に成立した。同特例措置は、上場会社及び店頭登録会社が、平成7年11月17日（同改正法施行日）から平成11年3月31日までの期間に利益による株式消却を行った場合に適用することとされた⁵⁾。具体的には、①残存株主については、みなし配当が非課税とされ、株式売却時に株式譲渡益課税が課される（個人株主は申告分離課税と源泉分離課税のいずれかを選択。）、ただし法人株主の場合は、従来どおりみなし配当課税として申告することの選択が認められる、②消却に応じた株主については、従来、市場買付けによる売却の場合は株式譲渡益課税、公開買付けによる売却の場合はみなし配当課税と、課税上の取扱いが異なっていたが、今般の見直しにより、公開買付けに応じて株式を売却した個人株主について、みなし配当課税を行わず、株式譲渡益課税（申告分離課税と源泉分離課税のいずれかを選択。）が課される（なお、法人株主については、配当課税の方が株式譲渡益課税よりも税負担が軽くなるため、公開買付けの場合には従来どおりみなし配当課税が課される。）こととされた⁶⁾。

平成8年度税制改正においては、株式市場の活性化に資することに重点を置きつつ、証券税制全体の中で、株式取引に係る税負担の公平性の確保に配慮して、厳しい財政事情の下で許容される範囲内での負担の軽減措置を講じるものとして、有価証券取引税の軽減措置と株式等譲渡益課税の適正化措置を一体として講じることとされた。具体的にはまず、有価証券取引税については、平成8年4月1日から平成10年3月31日までの間に行われる第二種の譲渡（証券会社以外の者、すなわち一般の投資家が行う譲渡。）のうち株券、証券投資信託（公社債投資信託を除く。）の受益証券等の有価証券の譲渡に係る税率を0.30%から0.21%に引き下げることとされた。この軽減措置と併せて株式等譲渡益課税について、同様に2年間の時限措置として、上場株式等の譲渡所得に係る源泉分離課税の適正化措置（みなし所得率の5%から5.25%への引上げ）を講じることとされた（これにより、源泉分離課税（税率20%）を選択した場合の税負担割合は1%から1.05%に引き上がる。）。なお、有価証券取引税の在り方については、平成7年12月の政府税制調査会「平成8年度の税制改正に関する答申」において、「株式等譲渡益課税を含め有価証券の取得・保有・譲渡の各段階を通じ全体として適正な負担を求める観点から、引き続き証券税制全体の中で議論していくことが適当である」との指摘がなされていた。

平成8年度税制改正においてはまた、規制緩和の一環としてCPの発行適格要件の緩和や償還期間制限の延長等が行われることとなった（本章第3節2（5）参照）ことを受け、CPに係る有価証券取引税の非課税措置及び印紙税の軽減措置についても要件の緩和を行い、償還期間要件を9か月以内から1年未満とする等の措置を講じることとされた。なお、CPに係る印紙税の軽減措置については、これまで適用期間について定められていなかったが、CP市場の規模の一層の拡大が見込まれる中、本特例

措置が、約束手形のうちCPのみについて、それに係る印紙税を特に軽減している措置であることにかんがみ、平成8年度税制改正において、平成10年3月31日までの2年間の措置とすることとされた⁷⁾。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』59-66ページ。
- 2) 『大蔵省証券局年報 平成6年版』54-56ページ。
- 3) 『大蔵省証券局年報 平成7年版』42-47ページ。このほか、日経300株価指数連動型上場投資信託に関する課税の特例措置として、受益証券と引換えに300銘柄の単株パッケージの引出しを行った場合に行われることとなる受益証券と株式との交換について、この交換による有価証券の譲渡に対し、有価証券取引税を非課税とする措置が講じられた。
- 4) 『証券年報 平成8年版』47ページ、52-57ページ。
- 5) 時限措置とされた理由は、①税制本来の趣旨を超える特例的な措置と位置付けられること、②時限措置とすることで自己株式の取得・消却を短期に集中させることができ市場の活性化が期待されること、といったことである。また、期間が3年余りとされた理由は、利益による株式の取得・消却が日本の企業にとって初めての経験であることに配慮し、個別の企業の様々な事情に対応する意味で3回程度の機会を確保することが適当であるとされたことである（『証券年報 平成8年版』53ページ）。なお、平成11年度税制改正において、引き続き株式市場の活性化を図る観点から、特例の適用期限が平成14年3月31日まで（3年間）延長されている（『改正税法のすべて』（平成11年、大蔵財務協会）161-163ページ）。
- 6) 『証券年報 平成8年版』57ページ。
- 7) 『証券年報 平成8年版』47-52ページ。

第3章 平成8年11月～平成12年6月¹⁾

第1節 証券市場の動向

1 株式市場の動向

(1) 流通市場の動向

当時の株価（日経平均株価）を見ると、平成8年8月以降の一進一退の動きが12月上旬まで続き、12月中旬に入ると、景気動向に対する不透明感を背景に積極的な買いが手控えられる中、ニューヨーク株式市場の軟調等を背景に下落し、株価は12月24日に1万9161.71円と平成8年の最安値を更新した後はもみ合う展開となった。平成9年に入ると、景気の先行き懸念などから売りが重なり、1月10日には約1年2か月ぶりに1万8千円台を割り込むなど急落し、1月下旬にかけては再度回復する局面も見られたがもみ合う展開となった。2月中旬以降は、米国株式相場が史上最高値を更新したことなどから反発し、1万9千円台を挟んで推移した。3月に入ると、決算期を控えた益出し売りなどから軟調な展開となったが、その後は米国株式相場の上昇などを背景に1万8千円台前半で底堅く推移した。²⁾

平成9年度の株式市況は、当初軟調な展開が続いたが、4月中旬以降はニューヨーク株式相場の上昇などから上昇に転じ、5月初旬には株価は5か月ぶりに2万円台を回復し、その後は概ね2万円台前半でもみ合う展開となった。8月初旬以降は、ニューヨーク株式相場下落やアジア通貨市場の混乱等を受け下落し、9月中旬には1万8千円台を割り込んだ。10月に入ると、日銀短観の業況判断が予想以上に悪化したことなどから急落し、ニューヨーク株式市場の下落等もあって1万6千円台前半にまで下落した。11月には、銀行・証券会社の経営破綻などもあって金融関連株に対する売りがかさんだことから、中旬にかけて1万5千円台前半にまで下落した。その後、12月にかけては、景気対策や金融システム安定化策を巡る思惑やアジア各国の株式、為替相場の急落等から連日乱高下するなどして1万4千円台にまで下落した。平成10年に入っても、景気の先行きや金融システムに対する懸念、アジア株式相場下落等から軟調な展開となったが、1月中旬以降は追加の景気対策への期待感が高まったこ

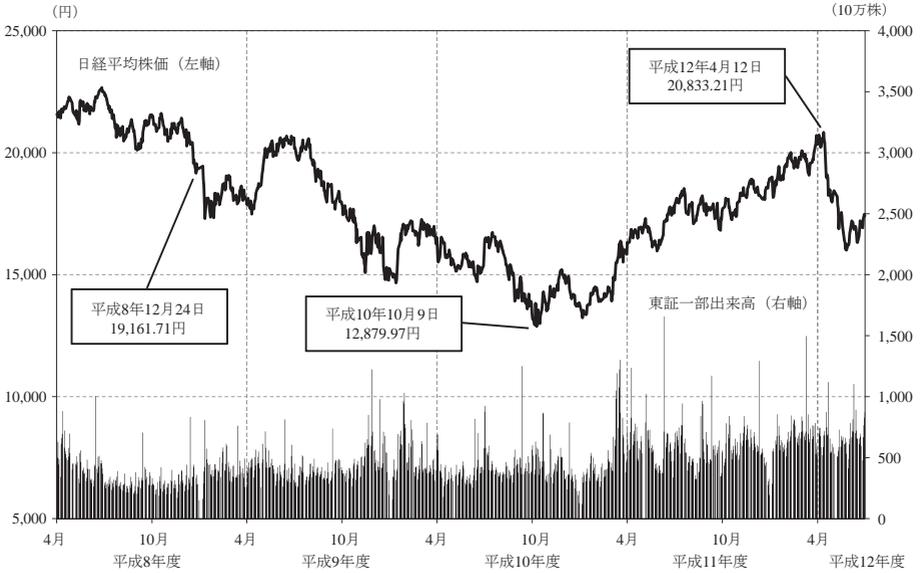
とから上昇に転じ、1万7千円前後でもみ合う展開となった。その後、企業業績の悪化懸念や国外市場の下落などから軟調な展開となり、平成9年度の株価は1万6千円台半ばで終了した。³⁾

平成10年度の株式市況は、4月から6月後半にかけては、実体経済や金融システムに対する懸念から下落したが、政府・与党が「金融再生トータルプラン」を取りまとめた6月末から7月末にかけては回復基調をたどった。しかし、その後はロシア経済危機、さらには急速な円高進行を受けた輸出関連企業の業績悪化懸念などが重なり、株価は10月にかけてバブル崩壊後の最安値を相次いで更新し、10月9日には1万2879.97円にまで下落した。平成11年に入ると銀行に対する公的資本増強の決定などを受け、本格的な金融安定化への期待感が強まったこと等から底堅い展開となった。平成11年2月12日、一層の金融緩和措置が実施され、事実上のゼロ金利誘導に踏み切られたことも好感され、年度末に向けて回復基調を強め、3月末には1万6千円を挟む展開となった。⁴⁾

平成11年度の株式市況は、5月上旬までは景気回復期待から買いが継続し、株価は1万7千円台を回復したが、5月中旬に入ると、ニューヨーク株式相場の下落などから1万6千円台前半にまで下落した。6月以降は、経済指標の改善や円安傾向が好感され株式市況は上昇基調に転じ、7月上旬は日銀短観を受けてさらに上伸し、株価は1万8千円台を回復した。7月下旬には円高が進んだことから下げに転じたが、その後、10月末まで1万7千円台での底堅い展開となった。11月に入ると、ニューヨーク株式市場の上昇基調が続く中、為替相場が落ち着きを取り戻したことが好感され、高値警戒感がある中、12月中旬にかけて1万8千円台半ばにまで上昇する堅調な動きとなった。その後、一時的な調整は入るものの12月末にかけてニューヨーク株式市場の急伸を受け上昇基調に転じ、大納会である12月30日に株価は年初来高値を更新した。年末の株価が年初水準を上回るのは平成7年以来4年ぶりであった。平成12年に入っても情報通信株への買いなどから上昇基調が続き、1月4日に平成9年8月以来となる1万9千円台を回復した。その後は米国株式市場の動向を受けて1万8千円台での推移となったが、1月下旬にはG7共同声明において円高への懸念が表明されたことが好感されて株価は上昇基調に転じ、2月9日には、平成9年7月以来となる2万円台を回復した。その後、3月半ばにかけては1万9千円台での推移となったが、3月16日のニューヨーク株式市場が史上最大の上げ幅となったこと、21日の米利上げ後も同株式市場が堅調な展開となったこと等が好感され、日本の株式市況は3月末にかけて上昇基調が続き株価は2万円台で推移した。⁵⁾

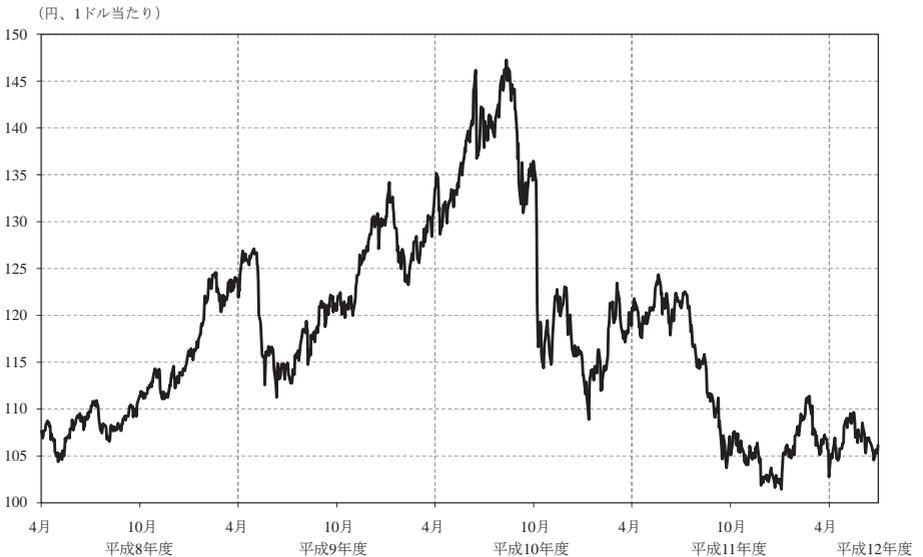
その後、平成12年4月中旬には米国株式相場下落を受けて一時大幅に下落した後、6月末までは米国株式相場の上昇を受けて持ち直す局面も見られた。⁶⁾

図 5-3-1 日経平均株価、東証一部出来高の推移



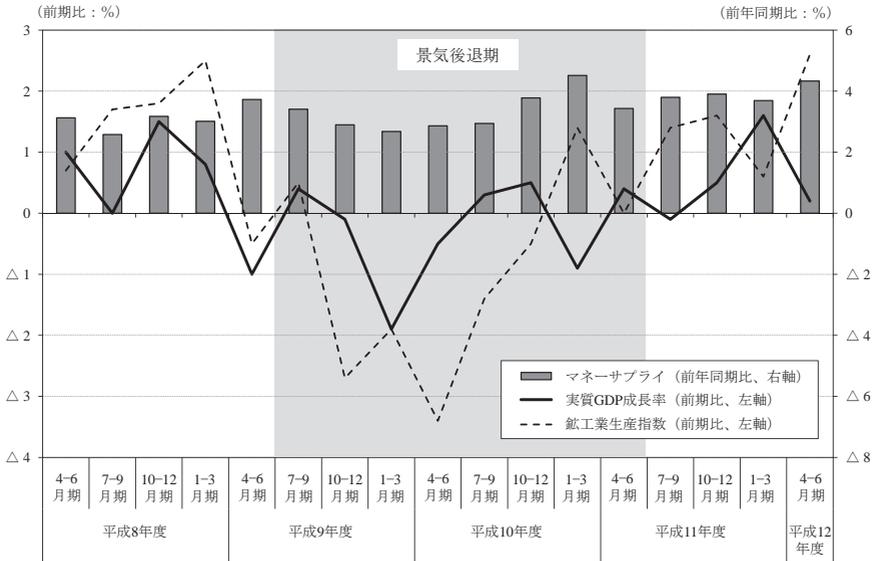
(出所) Bloombergのデータより作成。

図 5-3-2 円の対ドル為替相場の推移



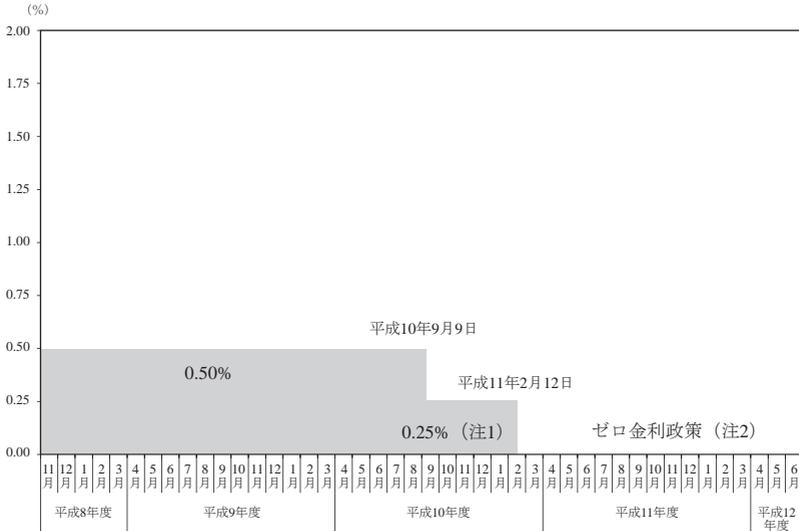
(出所) Bloombergのデータより作成。

図 5-3-3 実質GDP成長率、鉱工業生産指数、マネーサプライの推移



(出所) 内閣府 (実質GDP成長率)、経済産業省 (鉱工業生産指数)、日本銀行 (マネーサプライ) のデータより作成。

図 5-3-4 金融政策の誘導目標の推移



- (注) 1. 平成10年9月9日の日本銀行金融政策決定会合において、誘導目標はそれまでの公定歩合に代わって、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準とされた。
 2. 平成11年2月12日の日本銀行金融政策決定会合において、「無担保コールレートを、できるだけ低めに推移するよう促す」とされ、「短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す」とされた。この措置は「ゼロ金利政策」と呼ばれた。

(出所) 日本銀行「金融市場調節方針に関する公表文」より作成。

(2) 発行市場の動向

平成8年度の全国公開会社のエクイティ・ファイナンスは、国内外合わせて6兆円と前年度比92.2%の大幅な増加となった(表5-3-1。以下同表参照)。このうち株式は2.3兆円と前年度比2.4倍の発行となった。同年4月24日に時価発行公募増資に係るガイドラインが撤廃されたこと等から時価発行公募増資は前年度比51.4%の増加となった。また、国外での株式発行も大幅に増加した。転換社債・新株引受権付社債は前年度比69.7%の大幅な増加となったが、これは、新株引受権付社債が国内での発行が5年連続で無く、国外での発行も48.5%の減少となった一方で、転換社債が国内での発行の大幅増加により、転換社債全体で2.3倍の発行となったことによる。転換社債については、平成8年年央にかけて株式市況が堅調であったことや、クーポン・レートが史上最低水準を更新し続けたこと、平成8年4月に発行が解禁された転換価額下方修正条項付での転換社債(同年3月29日に公表された「証券分野の規制緩和について」において規制の不存在が確認された。)の発行が活発に行われたこと等が増加の要因として挙げられる。⁷⁾

平成9年度の全国公開会社のエクイティ・ファイナンスは、国内外合わせて2.4兆円と前年度比59.1%減となる大幅な減少に転じた。このうち株式は、1.7兆円と前年度比28.0%の減少となった。また、公募増資も前年度比63.3%の大きな減少となった。国外での株式発行も減少に転じた。転換社債・新株引受権付社債も、前年度比79.0%減と大幅な減少に転じたが、これは株式相場の低迷を主因として国内転換社債の発行が前年度比91.3%減と大きく減少したことによる。⁸⁾

平成10年度の全国公開会社のエクイティ・ファイナンスは、国内外合わせて10.6兆円と前年度比334.8%の大幅増となった。このうち株式は10.0兆円と前年度比512.4%の大幅な増加となった。また、公募増資も前年度比329.0%の大幅な増加となった。転換社債・新株引受権付社債は、前年度比16.2%の減少と2年連続の減少となったが、これは、国内転換社債の発行が増加に転じた一方で、国外での発行が大きく減少したことによる。

平成11年度の全国公開会社のエクイティ・ファイナンスは、国内外合わせて4.5兆円と前年度比57.3%の大幅な減少となった。このうち株式は3.5兆円と前年度比65.1%の大幅な減少となった。また、公募増資も21.9%の減少となったほか、国外での株式発行も減少した。転換社債・新株引受権付社債は、前年度比64.2%の増加と3年ぶりに増加に転じたが、これは、国内外での転換社債の発行が増加に転じたことに加え、国外での新株引受権付社債の発行が2年ぶりに行われたことによる。

表 5-3-1 全国公開会社による資本市場からの資金調達（エクイティ・ファイナンス）の推移
（単位：億円）

	平成7年度	平成8年度	平成9年度	平成10年度	平成11年度
エクイティ・ファイナンス	31,161	59,885	24,469	106,397	45,410
①株式	9,636	23,363	16,816	99,986	34,883
国内	9,562	17,972	13,165	98,628	33,698
（うち公募増資）	(6,930)	(10,491)	(3,850)	(16,518)	(12,901)
国外	74	5,391	3,651	1,357	1,186
②転換社債	14,602	32,955	7,198	6,411	8,194
国内	10,100	27,320	2,365	4,070	5,240
国外	4,502	5,635	4,833	2,341	2,954
③新株引受権付社債	6,923	3,567	455	-	2,333
国内	-	-	-	-	-
国外	6,923	3,567	455	-	2,333
(参考)転換社債・新株引受権付社債(②+③)	21,525	36,522	7,653	6,411	10,526

(注) 当表の平成7年度の計数と表5-2-1のそれとは、両表の出所が異なるために値が異なる。

(出所) 「全国公開会社のエクイティファイナンスの状況」『証券業報』平成8年4月号 180-181ページ。「全国公開会社のエクイティファイナンスの状況」『証券業報』平成9年4月号 170-171ページ。日本証券業協会「全国上場会社のエクイティファイナンスの状況」日本証券業協会ウェブ・ページ <http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/finance/index.html>。

〔注〕

- 1) 本章は、金融庁発足（平成12年7月1日）時までを記述した。
- 2) 本段落の内容は、『証券年報 平成9年版』23-27ページ、132-140ページ、「最近の証券市場」『証券業報』平成9年2月号から平成9年4月号までの各号による。
- 3) 本段落の内容は、「最近の証券市場」『証券業報』平成9年5月号から平成10年4月号までの各号による。
- 4) 本段落の内容は、「市場動向」『証券業報』平成11年4月号 3-4ページによる。
- 5) 本段落の内容は、「市場動向」『証券業報』平成11年5月号から平成12年4月号までの各号による。
- 6) 本段落の内容は、日本銀行「背景説明」(3.金融 (1) 金融市況)『金融経済月報』の平成12年5月号から平成12年7月号までの各号による。
- 7) 本段落の内容は、『証券年報 平成9年版』13-14ページ、97-113ページによるが、計数については『証券業報』平成8年4月号 180-181ページ、『証券業報』平成9年4月号 170-171ページによる。
- 8) 本段落の内容は、日本証券業協会『公社債年鑑 平成10年版』3ページ、60-61ページによるが、計数については「全国上場会社のエクイティファイナンスの状況」日本証券業協会ウェブ・ページ <http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/finance/index.html>による。

2 公社債市場の動向

(1) 流通市場の動向

平成8年11月中旬以降は、高値警戒感の高まり等を背景とした売りや押し目買いが交錯する展開となり、長期金利¹⁾は年末にかけて2.5%台にまで低下した²⁾。平成9年1月以降は、景気の先行き不透明感が高まり株式相場が大幅な下落を記録する中、公社債流通市場は再び堅調さを取り戻した。3月に入ると、先行きの需給関係の好転期待等から債券相場はさらに上昇した³⁾。

平成9年度の公社債流通市場は、5月にかけて景気の先行き回復期待の台頭から相場は下落したものの、6月以降、景気停滞感が強まるにつれて相場は堅調さを増す展開となった。長期金利は、9月に初めて2%台を割り込み、その後も低下を続けて平成10年3月下旬には1.49%にまで低下し、最低水準を大幅に更新した。また、同年度においては、上場企業等の相次ぐ経営破綻を背景に、従来以上に信用リスクを勘案した投資決定が行われるようになり、国債と他の債券との間だけでなく、信用度の高い債券と低い債券との間の流通利回りの格差が大きく拡大することとなった。⁴⁾

平成10年度の公社債流通市場は、上半期においては、景況感の一段の悪化や夏場における世界的な金融市場の混乱、9月9日の日本銀行による金融緩和の決定を背景とする経済の先行き不透明感等から債券相場は堅調な推移をたどった。長期金利は9月上旬には1%を下回る水準となり、9月半ばに0.67%と史上最低水準をつけた。11月下旬以降は、国債の大量発行や資金運用部の国債買い入れ停止の報道を受けた需給悪化懸念の高まりなどから長期金利は軟化し、平成11年2月上旬には2.3%台半ばにまで上昇した。その後、2月12日の日本銀行による一段の金融緩和措置（いわゆるゼロ金利政策）が実施されたことや3月中旬の当局による国債関連の対応（入札予定の公表開始等）が好感され債券相場は再び堅調な展開となり、年度末の長期金利は1.59%と、年度初めの水準にまで戻した。⁵⁾

平成11年度の公社債流通市場は、5月中旬にかけては、前年度末以来の堅調な債券相場の傾向が継続し、5月半ばには長期金利は1.2%台前半にまで低下した。5月後半以降は、高値警戒感が高まったこと、円安が進行したことなどから債券相場は軟調に転じ、6月10日発表のGDPが予想を超える伸びを記録したこと等による景気回復の期待感から6月下旬にかけてさらに軟調な展開となり、長期金利は8月後半には一時2月以来となる2%台にまで上昇した。その後9月に入ると、円高が進行したこと等から堅調な展開に転じたが、10月後半から11月にかけては、第二次補正予算の予算規模の拡大による国債需給悪化懸念の台頭やムーデーズによる国債の格付け引下げの検討が報じられたことなどから、長期金利は1.7%台後半から1.8%台での推移となった。12月に入ると、弱い経済指標の発表を受け、景気回復の足取りはなお緩やか

との見方が台頭したことなどから債券相場は堅調な展開となり、平成12年1月下旬にかけて長期金利は1.6%を下回る水準にまで低下した。2月に入ると、株高・円安傾向が続いたこと等から軟調な展開となり、長期金利は3月末にかけて1.7%台後半から1.9%台の圏内で推移した。⁶⁾

その後、平成12年4月上旬は長期金利は1.7%から1.8%台で軟調に推移したものの、4月中旬以降は内外株価の動向等に反応して堅調な展開となり、6月末まで1.6%から1.7%台での推移となった。⁷⁾

図 5-3-5 主要金利の推移



- (注) 1. 政策金利は、平成10年9月9日以降、それ以前の公定歩合に代わって、無担保コールレート（オーバーナイト物）が誘導目標水準となった。
2. 平成11年2月12日の日本銀行金融政策決定会合において、「無担保コールレートを、できるだけ低めに推移するよう促す」とされ、「短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す」とこととされた。この措置は「ゼロ金利政策」と呼ばれた。

(出所) Bloombergのデータ、日本銀行の各「金融市場調整方針に関する公表文」より作成。

(2) 発行市場の動向

平成8年度の国内での公社債発行額は、前年度比1.6%増の71.6兆円と増加した（表5-3-2。以下同表参照）。公共債は、中期割引国債、短期割引国債が増加した一方で、平成元年度以来の減少となった長期利付国債をはじめ、中期利付国債、政府保証債、地方債が減少に転じたことから、全体でも平成3年度以来となる前年度比減少（3.6%減）

となった。民間債は、一般事業債が増加したものの、電力債等が減少したことから普通社債全体では高水準ながらも減少となった一方で、転換社債が前年度比170.5%の大幅な増加となったことから、全体では前年度比24.4%の増加となった。普通社債が高い水準の発行額となった背景として、平成8年年央以降の債券相場の上昇を背景に発行金利の水準が過去最低を更新したことのほか、適債基準・財務制限条項の設定義務付けの撤廃に伴い発行体の裾野が広がったこと、投資家のニーズに応じた社債の商品性の多様化が大幅に進展したことが挙げられる。円建外債については、低金利が長期化する中で高利回りの投資対象を求める個人投資家向けを中心に二重通貨債（デュアルカレンシー債）の発行が増加したことなどから、発行額は前年度比80.2%の増加となった。⁸⁾

平成9年度の国内での公社債発行額は、前年度比2.0%減の70.2兆円と平成3年度以来7年ぶりとなる減少に転じた。これは円建外債の大幅な減少によるものであるが、全体の水準は既往3番目となる高水準を維持した。公共債は、長期利付国債、中期利付国債、政府保証債、地方債が2年連続で減少となった一方で、短期割引国債が増加したことから、全体では小幅ながらも2年ぶりに増加に転じた。民間債は、株式相場の低迷等を受け転換社債が大幅に減少したものの、一般事業債が大幅に増加するなど、普通社債が過去最高の水準となったことから、全体でも前年度比7.9%の増加となった。普通社債は、長期金利水準が一段と低下した状況の下で、社債の償還資金ニーズの増大や秋以降の金融機関の破綻後の銀行融資の落ち込みを受けて一般企業を中心に発行が拡大したと考えられる。他方、同年度においては、円建外債については、為替相場の変動が大きなものとなったこと、アジア各国の経済混乱等に伴い発行の多くを占める低格付けでの発行環境が悪化したこと等を背景に前年度比半減以上の大幅な減少に転じた。⁹⁾

平成10年度の国内での公社債発行額は、前年度比20.9%増の84.9兆円と2年ぶりに増加に転じ、過去最高の水準を更新した。これは、公共債、民間債が共に大幅に増加し、それぞれ過去最高を記録したことによるものである。公共債は、国債が中期割引国債を除いて総じて増加したことから、公共債全体でも前年度比23.3%の大幅な増加となった。民間債は、転換社債が減少したものの、一般事業債が大幅に増加するなど、普通債が前年度に続き過去最高の水準を更新したことから、民間債全体でも前年度比22.4%の増加となった。銀行の貸出姿勢の厳格化や発行金利の一段の低下等に伴い一般事業債による資金調達を引き続き拡大したことを背景に発行が拡大したものと考えられる。¹⁰⁾

平成11年度の国内での公社債発行額は、前年度比24.4%増の105.6兆円と2年連続の増加となり、過去最高の水準を更新した。これは、公共債の大幅な増加を主因とするものである。公共債は、中期利付国債が146.0%の大幅な増加となるなど中期割引国債

を除いて総じて増加し、公共債全体で前年度比30.5%の大幅な増加となった。民間債は、転換社債が3年ぶりに増加に転じた一方で、一般事業債を始めとする普通社債が3年ぶりに減少に転じたことから、民間債全体でも平成2年度以来9年ぶりとなる減少に転じた。¹¹⁾

表 5-3-2 公社債年度別発行状況（額面ベース）

（単位：億円）

		平成7年度	平成8年度	平成9年度	平成10年度	平成11年度	
公 共 債	国 債	長期利付国債	190,715	169,583	163,570	227,966	253,473
		中期利付国債	57,623	49,070	45,245	65,549	161,253
		中期割引国債	2,512	2,561	2,486	2,429	2,428
		短期割引国債	313,797	324,149	337,225	395,178	487,988
		計	564,647	545,363	548,526	691,122	905,141
	政府保証債	32,371	29,888	28,704	26,100	33,246	
	地方債	19,740	19,222	18,510	17,540	20,610	
	計	616,758	594,473	595,740	734,761	958,997	
民 間 債	普 通 社 債	電力債	16,050	13,600	19,450	22,700	16,830
		NTT債等	2,000	1,850	3,600	3,450	4,600
		地下鉄・放送債	250	100	-	-	-
		一般事業債	38,892	40,810	64,945	82,164	60,854
		計	57,192	56,360	87,995	108,314	82,284
	転換社債	10,100	27,320	2,280	2,140	4,340	
	新株引受権付社債	-	-	-	-	-	
	計	67,292	83,680	90,275	110,454	86,624	
円 建 外 債		21,085	37,987	16,099	3,929	10,365	
合 計		705,135	716,140	702,114	849,144	1,055,986	

- (注) 1. 公募ベース（資産運用部及び簡易保険の引受分を含む。）。
2. 長期利付国債及び政府保証債には、超長期債を含む。
3. 長期利付国債及び中期利付国債には、郵便局窓口販売分を含む。
4. NTT債等にはJR債を含む。
5. 億円未満は四捨五入のため、合計あるいは計の欄と各計数を合算した額とは一致しないことがある。
- (出所) 『証券年報 平成9年版』2-3ページ。公社債引受協会『公社債月報』（平成11年3月号）公社債統計6-9ページ。「公社債発行額・償還額等」日本証券業協会ウェブ・ページ <http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/hakkou/index.html>。

〔注〕

- 1) ここでいう長期金利は、第2章と同様に、長期国債指標銘柄（10年国債）の流通利回りとする。
- 2) 『証券年報 平成9年版』18-20ページ、141-145ページ。
- 3) 公社債引受協会『公社債年鑑 平成9年版』6-8ページ。
- 4) 本段落の内容は、日本証券業協会『公社債年鑑 平成10年版』1-9ページによる。
- 5) 本段落の内容は、「市場動向」『証券業報』平成11年4月号7ページ、日本銀行『日本銀行調査月報』平成11年2月号22ページによる。

- 6) 本段落の内容は、「市場動向」『証券業報』の平成11年5月号から平成12年4月号までの各号による。
- 7) 日本銀行「背景説明」(3.金融 (1) 金融市況)『金融経済月報』の平成12年5月号から平成12年7月号までの各号。
- 8) 本段落の内容は、『証券年報 平成9年版』3-6ページ、118ページ、129ページによる。
- 9) 本段落の内容は、日本証券業協会『公社債年鑑 平成10年版』3-6、9-14ページによる。
- 10) 本段落の内容は、「市場動向」『証券業報』平成11年4月号による。
- 11) 本段落の内容は、「公社債発行額・償還額等」日本証券業協会ウェブ・ページ <http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/hakkou/index.html>による。

第2節 証券市場行政の概観

1 金融システム改革法等

平成8年6月11日の証券取引審議会総合部会の設置により証券市場改革の検討がスタートし、さらに、同年11月11日の金融システム改革に係る内閣総理大臣指示を受けて金融・証券市場全般にわたる総合的な改革の検討が本格化すると、平成9年6月までに証券取引審議会など関係する5審議会の報告書等が取りまとめられた。これらのうち証券取引審議会、企業会計審議会、金融制度調査会及び保険審議会による提言事項を中心に、金融システム改革に盛り込まれた多岐にわたる項目を実施するため、証券取引法、証券投資信託法、銀行法、保険業法等の改正を一括した、金融システム改革関係法令の中核を成す「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」(平成10年法律第107号。以下、「金融システム改革法」という。)が平成10年6月5日に成立、6月15日に公布された。金融システム改革法により金融システム改革を実現するための枠組みが整備された。本「証券市場」分野の関連では、①会社型投資信託(以下、「会社型投信」という。)や私募投資信託(以下、「私募投信」という。)、有価証券店頭デリバティブの導入といった資産運用手段の充実、②取引所集中義務の撤廃¹⁾、有価証券の上場・上場廃止の承認制から届出制への移行、店頭登録市場の機能強化等の市場システムの整備、③連結ベースへの移行などディスクロージャーの充実、④インサイダー取引規制等の公正取引ルールの整備等が図られた²⁾(本章第4節、第6節、第7節参照)。金融システム改革法は一部を除き平成10年12月1日に施行された。なお、同年10月9日に「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律の一部を改正する法律」(平成10年法律第118号)(議員立法)が成立したことを受け、同年12月1日に施行予定であった空売り規制は、同年10月23日から前倒して施行されることとなった³⁾(本章第6節2(2)参照)。

平成10年6月15日には、金融システム改革関連の「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」(平成10年法律第105号。以下、「SPC法」という。)及び「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」(平成10年法律第106号。以下、「SPC整備法」という。)も公布された。SPC法及びSPC整備法は不良債権・不動産といったリスクの高い資産の流動化を進めるための新しい枠組みを提供するものであり、ディスクロージャーの拡充及びコーポレート・ガバナンス機能の強化等による投資家保護の措置を図るとともに、米国の不動産の証券化の代表的商品であるREIT(Real Estate Investment Trust: 不動産投資信託)に似た資

産流動化スキームを実現するものであった⁴⁾。SPC法及びSPC整備法は同年9月1日に施行された（本章第4節1（3）参照）。

また、金融システム改革法に先立ち、平成9年12月10日には「罰則の整備のための金融関係法律の一部を改正する法律」（平成9年法律第117号）が公布され、同年12月30日に施行された。これは、金融不祥事を踏まえその再発防止を図るとともに、金融システム改革に向けて金融システムの健全性を確保し、公正かつ透明な金融・証券市場の構築を図る観点から、銀行、証券会社等の検査回避・虚偽報告等に係る罰則の強化、証券市場等における不正取引やディスクロージャー違反等に係る罰則の強化を図るため、証券取引法ほか金融関係法律の罰則規定を整備したものである⁵⁾（本章第6節1参照）。また、金融持株会社に係る法整備がなされ、「持株会社の設立等の禁止の解除に伴う金融関係法律の整備等に関する法律」（平成9年法律第120号。以下、「銀行持株会社等整備法」という。）、「銀行持株会社の創設のための銀行等に係る合併手続の特例等に関する法律」（平成9年法律第121号。以下、「銀行持株会社創設特例法」という。）が平成9年12月12日に公布され、平成10年3月11日に施行された（本巻「証券行政」第2章参照）。

〔注〕

- 1) 取引所集中義務の撤廃は各証券取引所の定款の変更により可能であるが、取引所集中義務の撤廃により公正な取引が損なわれないよう、金融システム改革法により証券取引法が改正され、公正取引ルールの整備等が行われた（大蔵省「金融システム改革法の骨格」金融庁ウェブ・ページ（http://www.fsa.go.jp/p_mof/low/1f001b1.htm））。
- 2) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』平成10年7月号 3-13ページ。大蔵省「金融システム改革法について」金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/low/1f001a1.htm。大蔵省「金融システム改革法の骨格」金融庁ウェブ・ページ http://www.fsa.go.jp/p_mof/low/1f001b1.htm。
- 3) 大蔵省「空売り規制の前倒しについて」金融庁ウェブ・ページ http://www.fsa.go.jp/p_mof/jouhou/kinki/ki007a.htm。
- 4) 「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律及びその関係法律の整備法について」『ファイナンス』平成10年7月号 14-20ページ。
- 5) 「罰則の整備のための金融関係法律の一部を改正する法律の概要」『旬刊 商事法務』平成10年1月25日号 2-5ページ。

2 平成12年証券取引法改正等

平成12年5月31日、証券取引所及び金融先物取引所の組織形態に株式会社を導入し、また、企業内容等の開示制度の電子化を図るための「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律」（平成12年法律第96号）が公布された。このうち、証券取引所

等の株式会社化に関しては、金融審議会第一部会に「証券取引所の組織形態の在り方等に関するワーキング・グループ」が設置され検討が行われた。企業内容等の開示制度の電子化に関しては、平成9年6月13日の証券取引審議会の最終報告書「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」において指摘がなされたのをはじめ、その後の「規制緩和推進3か年計画（改正）」（平成11年3月30日）、「経済新生対策」（平成11年11月11日）等において早期実現が求められていた¹⁾。証券取引所等の株式会社化についての規定は平成12年12月1日に施行された。企業内容等の開示制度の電子化は平成13年6月1日より順次実施され、平成16年6月1日より原則義務化された（本章第7節2参照）。

金融審議会では、平成10年8月6日の大蔵大臣の諮問を受け、21世紀を展望した新しい金融ルールの枠組みとしていわゆる「日本版金融サービス法」の整備を念頭においた検討が進められた。その第一歩として、平成12年通常国会において集団投資スキーム及び販売・勧誘ルールの法整備がなされた²⁾。平成12年5月31日には「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律」（平成12年法律第97号）が公布され、同法により、特定目的会社（SPC）の流動化対象資産の拡大、設立手続の簡素化等が行われたほか、流動化の仕組みとして信託型も利用可能となるなど、使いやすい制度に改められた。また、SPC法の法律名が「資産の流動化に関する法律」へと改められた。さらに、この「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律」において、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」が改正され、法律名も「投資信託及び投資法人に関する法律」に改められた。同改正により、従来、「主として有価証券」とされていた主たる運用対象が不動産等にも拡大されるとともに、投資信託委託業者の認可規定、利益相反防止措置、投資者に対する忠実義務、善管注意義務、損害賠償責任等の規定の整備が行われた。また、信託を利用したスキームについては、投資信託委託業者が運用指図する仕組みに加えて、信託銀行自らが運用する仕組みも整備された³⁾。この「資産の流動化に関する法律」及び「投資信託及び投資法人に関する法律」は、同年11月30日に施行された（本章第5節2参照）。

〔注〕

- 1) 「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律」について『ファイナンス』平成12年7月号 18-26ページ。
- 2) 同国会で成立した「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律」、「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律」及び「金融商品の販売等に関する法律」（本巻「証券行政」参照）は、「金融インフラ3法」と呼ばれた（『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン））』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ http://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf）。

- 3) 「集団投資スキームに関する法整備について」『ファイナンス』平成12年7月号 2-11ページ。

3 商法改正等

平成9年5月21日、議員立法である「株式の消却の手続に関する商法の特例に関する法律」(平成9年法律第55号。以下、「株式消却特例法」という。)が公布された。同法においては、利益消却のための自己株式取得規制の特例として、公開会社は、定款に定めがある場合には、(定時株主総会ではなく)取締役会の決議により、自己株式を取得してこれを消却することができる旨が定められた(平成9年6月1日施行)¹⁾(本章第4節1(3)参照)。また、同日には、同じく議員立法である「商法の一部を改正する法律」(平成9年法律第56号)が公布された。この改正によりストック・オプション制度が導入され、①取締役又は使用人にストック・オプションを付与するために自己株式を取得すること(自己株式方式)及び②会社が取締役又は使用人に新株引受権を付与すること(ワラント方式)が認められた(自己株式方式は同年6月1日施行、ワラント方式は同年10月1日施行。)(本章第4節1(3)参照)²⁾。さらに、同年6月6日には「商法等の一部を改正する法律」(平成9年法律第71号)及び「商法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備に関する法律」(平成9年法律第72号)が公布され、会社の合併手続の簡素合理化と株主・債権者に対する合併に関する情報開示の充実が図られた(同年10月1日施行)³⁾。

平成9年12月3日には「商法及び株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律」(平成9年法律第107号)が公布された。同改正により、利益供与罪等の法定刑の引上げ、利益供与要求罪の新設等の罰則の強化が講じられた(同年12月23日施行)⁴⁾。なお、同改正法の成立に先立ち、同年秋の臨時国会では前述の「罰則の整備のための金融関係法律の一部を改正する法律」も成立している。

平成10年3月30日には、議員立法である「株式の消却の手続に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律」(平成10年法律第11号)が公布され、同日施行された。同改正により、平成12年3月31日までの時限立法として、定款の定めをもって、取締役会の決議により、(利益でなく)資本準備金をもって自己株式を取得して消却することができることとなった⁵⁾(本章第4節1(3)参照)。

平成11年8月13日には「商法等の一部を改正する法律」(平成11年法律第125号)が公布された。同改正においては、完全親子会社関係を円滑に創設するため株式交換及び株式移転の制度が創設されたほか、子会社の業務内容等の開示の充実等、金銭債権等の時価評価制度(選択制)の導入等の措置が講じられた(時価評価に関する規定は平成12年4月1日に施行され、その他の規定は平成11年10月1日に施行された。)⁶⁾。なお、金

融商品の時価評価については、平成11年1月22日に企業会計審議会が「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」を取りまとめ、平成12年4月1日以後開始する事業年度（「その他有価証券」⁷⁾については平成13年4月1日以後開始する事業年度。）からの実施が適当であるとしていた（本章第7節3（2）参照）。

平成12年3月31日には、議員立法である「株式の消却の手續に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律の一部を改正する法律」（平成12年法律第28号）が公布され、同日施行された。これは、前述の平成10年3月30日に公布・施行された「株式の消却の手續に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律」により、平成12年3月31日までの間、資本準備金による自己株式の消却が認められていたが、この期間を2年間延長し、平成14年3月31日までとしたものである⁸⁾。

平成12年5月31日には、「商法等の一部を改正する法律」（平成12年法律第90号）及び「商法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備に関する法律」（平成12年法律第91号）が公布された。同改正において、企業の組織再編成のための法整備の一環として会社分割制度が創設された。併せてストック・オプション制度について、自己株式方式とワラント方式との併用が認められることとなった（平成13年4月1日施行）（本章第4節1（3）参照）。⁹⁾

〔注〕

- 1) 「議員立法による商法の一部を改正する法律案等の国会提出—ストック・オプション制度導入、自己株式の利益消却の促進のための緊急立法—」『旬刊 商事法務』平成9年5月5日号 2-32ページ。「ストック・オプション制度に関する商法改正等について」『旬刊 商事法務』平成9年6月15日号 11-14ページ。
- 2) 「ストック・オプション制度に関する商法改正等について」『旬刊 商事法務』平成9年6月15日号 11-14ページ。
- 3) 「平成9年改正商法の解説〔I〕—会社の合併手續に関する改正—」『旬刊 商事法務』平成9年7月5日号 2-8ページ。「平成9年改正商法の解説〔IV・完〕—会社の合併手續に関する改正—」『旬刊 商事法務』平成9年8月5日号 42-46ページ。
- 4) 「商法及び株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律の解説〔上〕」『旬刊 商事法務』平成10年1月5日号 90-96ページ。「商法及び株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律の解説〔下〕」『旬刊 商事法務』平成10年1月25日号 6-11ページ。
- 5) 「株式消却特例法の改正等について」『旬刊 商事法務』平成10年4月25日号 4-7ページ。
- 6) 「株式交換等に係る平成11年改正商法の解説〔上〕」『旬刊 商事法務』平成11年9月5日号 4-26ページ。「株式交換等に係る平成11年改正商法の解説〔中〕」『旬刊 商事法務』平成11年9月15日号 4-19ページ。「株式交換等に係る平成11年改正商法の解説〔下〕」『旬刊 商事法務』平成11年9月25日号 4-10ページ。
- 7) 売買目的有価証券、満期保有目的の債券、子会社株式・関連会社株式のいずれにも分類できない有価証券のこと。

- 8) 「株式の消却の手續に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律の一部を改正する法律新旧対照条文」『旬刊 商事法務』平成12年4月5日号 37ページ。『旬刊 商事法務』平成12年4月5日号 63-64ページ、66ページ。
- 9) 「会社分割法制の創設について〔上〕—平成12年改正商法の解説—」『旬刊 商事法務』平成12年6月25日号 4-13ページ。

4 証券市場活性化に向けた政府全体の取組み

本章が対象とする平成8年11月から平成12年6月までの間には、金融システム改革が政府の最重要課題の一つとして推進されたほか、四つの経済対策が策定され、それぞれの対策において、証券市場に関する取組みが盛り込まれた。また、証券市場の活性化等は規制緩和の一環としても進められ、「規制緩和推進計画」(平成7年3月31日閣議決定。平成8年3月29日には改定された計画が閣議決定された。)は、平成9年3月28日に再改定がなされた後、平成10年3月31日には新たに「規制緩和推進3か年計画」が閣議決定された(同計画は平成11年3月30日に改定され、その後、平成12年3月31日に再改定された。)

(1) 金融システム改革(日本版ビッグバン)¹⁾

平成8年11月7日、橋本内閣総理大臣は、第2次橋本内閣の組閣に当たり、その初閣議において、行政改革、経済構造改革、金融システム改革、財政構造改革、効率的で質の高い社会保障・福祉政策の実現を新内閣の重点課題として掲げた(この後、平成9年の年頭記者会見において、教育改革を加えた六つの改革を行うことを表明した。)²⁾。

金融システム改革については、平成8年11月11日、橋本内閣総理大臣より大蔵大臣と法務大臣に対して、内閣の最重要課題の改革の一つとして「金融システム改革」に全力を挙げて取り組むよう指示がなされた。その概要は以下のとおりである³⁾。

- ①目標：2001年にはNY〔ニューヨーク。以下同じ〕、ロンドン並みの国際市場に
- ・優れた金融システムは経済の基礎をなすもの。そのため、1,200兆円もの我が国個人貯蓄を十二分に活用していくことが不可欠であり、金融市場が、資源の最適配分というその本来果たすべき役割をフルに果たしていくことが必要。
 - ・21世紀を迎える5年後の2001年までに、不良債権処理を進めるとともに、我が国の金融市場がNY、ロンドン並みの国際金融市場となって再生することを目指す。
 - ・上記目標を実現するため、次の課題について直ちに検討を開始し、結論の得られたものから速やかに実施し、今後5年間の内に完了する。

- ②構造改革への取組み～2つの課題（「改革」と「不良債権処理」）：目標達成に向けて、市場の改革と金融機関の不良債権処理とを車の両輪として進めていく
- ・改革～3原則（Free、Fair、Global）
 - (i)Free（市場原理が働く自由な市場に）～参入・商品・価格等の自由化
 - (ii)Fair（透明で信頼できる市場に）～ルールの明確化・透明化、投資家保護
 - (iii)Global（国際的で時代を先取りする市場に）～グローバル化に対応した法制度、会計制度、監督体制の整備

2001年までに、Free、Fair、Globalの理念の下に、我が国市場がNY、ロンドン並みの国際金融市場となって再生することを目指すというこの内閣総理大臣指示を受けて、平成8年11月15日、大蔵大臣は、証券取引審議会、企業会計審議会、金融制度調査会、保険審議会、外国為替等審議会の五つの審議会・調査会の会長に対し、2001年までの間に金融システム改革が完了するプランをできる限り早急にまとめるよう要請し、各審議会・調査会は直ちに検討を開始した。また、改革を一体的なものとして円滑に推進するため、平成9年1月30日に各審議会・調査会の代表者による「金融システム改革連絡協議会」が設置され、各審議会相互に関連する問題等について議論が行われた（同会は平成9年1月以降、4回開催された。）。

これら五つの審議会・調査会のうち、平成9年1月16日には、改革のフロントランナーとして、外国為替等審議会により「外国為替及び外国貿易管理法の改正について」が答申された⁴⁾。そして同年6月6日には企業会計審議会が「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」等を取りまとめ、6月13日には証券取引審議会が最終報告書「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」を取りまとめ、金融制度調査会は「我が国金融システムの改革について一活力ある国民経済への貢献一」を答申し、保険審議会は最終報告書「保険業の在り方の見直しについて一金融システム改革の一環として一」を取りまとめた。

同日、各審議会・調査会の報告・答申を受け、金融システム改革連絡協議会は「金融システム改革のプランの取りまとめにあたって一金融システム改革の基本的な視点一」を取りまとめた。また、大蔵省は「金融システム改革のプラン～改革の早期実現に向けて～」を策定し公表した。同プランは、①タイム・スケジュールを明確化する、②Free、Fair、Globalの明確な理念の下で必要な改革をすべて実行する、③利用者の視点（(i)投資家・資金調達者の選択肢の拡大、(ii)仲介者サービスの質の向上及び競争の促進、(iii)利用しやすい市場の整備、(iv)信頼できる公正・透明な取引の枠組み・ルールの整備）を網羅する、④改革の実現に当たり金融システムの安定に万全を期す、との考えに基づき、各審議会報告書等で提言された改革項目について、その措置の内容と実現に向けた具体的なスケジュールとを明らかにしたものであった。さらに同プランは、

プランの内容に沿って改革を実現すべく、所要の法令改正等の制度整備を早急に進めることに加えて、金融関係税制の見直しやいわゆる「日本版金融サービス法」の検討を課題として掲げた。

その後、大蔵省は平成9年7月31日に「金融・証券関係の規制の撤廃等について」を公表し、証券取引審議会報告書、金融制度調査会答申等を踏まえ、法改正を伴わない措置の内容及びその実施時期を公表した。法改正を伴う措置については、同年12月5日に銀行持株会社等整備法、銀行持株会社創設特例法が成立し、金融持株会社等に係る法整備がなされた後、平成10年通常国会では、金融システム改革を一体的に進めるうえでの中核的な法律であり、証券取引法、証券投資信託法、銀行法、保険業法等を一体的・総合的に改正する金融システム改革法⁵⁾が成立し、一部を除き同年12月1日に施行された。また、この金融システム改革法とともに、金融システム改革関連法として、SPC法及びSPC整備法、並びに「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律」(平成10年法律第108号。以下、「特定金融取引一括清算法」という。)が成立した。

また、金融システム改革という新しい流れの中で、金融税制の在り方について専門的・技術的な検討を行うことを目的として、平成9年5月30日に政府税制調査会に「金融課税小委員会」が設置された。同小委員会は、同年6月以降精力的に審議を行い、同年12月3日に「金融システム改革と金融関係税制—金融課税小委員会中間報告一」⁶⁾を取りまとめた。この間の同年秋の臨時国会では、同調査会の審議を踏まえ、平成10年4月1日からの「外国為替及び外国貿易管理法」(昭和24年法律第228号。以下、「外為法」という。)の改正に伴う税制面での緊急対応策が講じられたほか、証券市場の構造改革をはじめとする金融システム改革の進展に対応し、平成10年度以降の税制改正で対応がなされていった(本章第9節参照)。

(2) 経済対策⁷⁾

① 「21世紀を切りひらく緊急経済対策」(平成9年11月18日)⁸⁾

同対策には、景気が足踏みし、消費者や企業が我が国経済の将来に対する信頼感を低下させている背景には、我が国経済が抱える構造的な問題があることから、日本経済を早急に回復軌道に乗せることを実現するための経済対策は、短期的な需要創出ではなく、構造的な問題に取り組む政策と整合的でなければならないとの認識の下、規制緩和を中心とした経済構造改革の大胆な断行、土地の取引活性化と有効活用、魅力ある事業環境の実現、中小企業対策が求められるという考えから、各分野の措置が盛り込まれた。証券市場分野に関しては、規制緩和を中心とした経済構造改革の一環として、金融システム改革に盛り込まれた下記措置を含む証券取引法等の抜本的改正法案を次期通常国会に提出すること等が盛り込まれたほか、土地の

取引活性化・有効活用策の一つとして、不動産・債権等の資産流動化促進のための特別目的会社（SPC）に係る法案を次期通常国会に提出すること等が盛り込まれた。

証券取引法等の抜本的改正

- ・証券会社の業務の多角化等による多様なサービスの提供
- ・証券会社の原則登録制への移行
- ・資産運用業（投資信託等）の強化と銀行等の本体における投資信託の窓口販売解禁
- ・有価証券の定義の拡大
- ・証券デリバティブの全面解禁
- ・資産担保証券（ABS〔Asset-backed Securities〕）の銀行、保険会社等への取扱解禁

②「総合経済対策」（平成10年4月24日）⁹⁾

同対策には、アジア地域の通貨・金融市場の混乱、前年（平成9年）秋の金融機関の経営破綻等を背景に景気停滞状態にあった我が国経済について、景気停滞が厳しさを増し極めて深刻な状態となっているとして、社会資本整備と減税による内需拡大策を講じる、経済構造改革を強力に推進する、不良債権処理を促進する等の基本的な考え方の下で取りまとめられ、証券市場分野に関しては以下の取組みが盛り込まれた。

- ・ベンチャー企業育成：ベンチャー企業等への資金供給の円滑化が図られるよう、店頭登録市場の機能強化に努める（証券取引法改正法案の早期成立、証券会社のマーケット・メイク機能（自己売買による流動性供給機能）を発揮するための環境整備）。
- ・資金供給システムの変革：証券市場の総合的改革により、新規企業や新規事業に多様な資金供給チャンネルを通じて資金が流れるようにする（投資顧問業に関する規制緩和（投資一任業者の再委任）、私募投信を証券投資信託として位置付ける、投資信託委託会社の運用指図の外部委託の解禁（以上、金融システム改革法関連。）、店頭登録市場における機能の強化等）。
- ・債権債務関係の迅速・円滑な処理：不動産投資情報の整備・拡充等による資産担保証券（ABS）の市場整備、中小企業の資金調達手段の多様化（私募債の転売制限の撤廃等）等。

③「緊急経済対策」（平成10年11月16日）¹⁰⁾

同対策は、金融機関の経営に対する信頼低下、雇用不安などが重なって我が国経済は極めて厳しい状況にあり、さらに、金融機関の再編と体質強化の過程では信用

収縮が生じる可能性があるため十分な対策と監視が必要であるとの認識の下、まず金融システムの安定化・信用収縮対策を行い、併せて景気回復策を緊急に実行し短期的に十分な需要喚起を行うとともに供給サイドの体質強化を図るための構造改革も進める必要があるとの基本的な考え方に立って取りまとめられたものである。証券市場分野に関しては、金融システムの安定化・信用収縮対策等として、以下の取組みが盛り込まれた。

- ・情報開示の改善（金融システムの安定化対策）：証券取引法上の情報開示において、連結財務諸表作成に当たっての子会社及び関連会社の範囲を拡大し、実質的な支配力基準・影響力基準を導入するとともに、税効果会計をこれまでの連結財務諸表に加えて個別財務諸表においても導入する。
- ・資金供給ルートの拡充・多様化（信用収縮対策等）：SPC法については、その施行状況等を踏まえ、一層の制度整備の検討を行うとともに、本年12月から導入予定の会社型投信の投資対象について、その導入後の状況等を踏まえ、検討を行う。

④「経済新生対策」（平成11年11月11日）¹¹⁾

同対策では、我が国経済は、各種の政策効果の浸透などにより緩やかな改善が続いているが、民需に支えられた自律的回復には至っておらず、また、金融再編、産業競争力強化等の積極的な動きが現れているが、日本経済を21世紀の知恵の時代にふさわしいものとするには構造改革が不可欠であるとの認識の下、民需中心の本格的な回復軌道に乗せるための新規需要を創造すること、我が国社会経済の構造改革の方向を決定的なものとし経済新生を実現すること、の2点をその役割とするものとされた。証券市場分野に関しては以下の取組みが盛り込まれた。

- ・資金供給の円滑化・多様化（中小企業・ベンチャー企業振興）：資金調達の選択肢の拡大（一定の要件を満たす中小企業の私募債発行に対する信用保証の付与、等）等の措置を講ずる。
- ・会計基準の変更（成長分野や事業活動の基盤に係る規制緩和・制度改革）：企業会計に関して、国際的調和の観点も踏まえた一連の会計基準の変更を着実に実施する。また、このような新しい会計基準への円滑な移行に関連する諸制度の整備を行う。
- ・証券市場の改革・活性化（金融市場の活性化）：店頭登録市場、未公開市場、取引所市場に係る証券市場の抜本的、総合的な改革を着実に推進する。取引の全過程を通じた電子化、CPのペーパーレス化、社債等登録法等の関連法制の見直しを行う。有価証券報告書等の開示書類の電子化について、必要なシステムの開発の推進等を行い、平成13年度からの導入を目指す。

- ・不動産の一層の流動化等（不動産の証券化等）：SPC法の改正法案を次期通常国会に提出するなど、諸制度の整備を図る。

（3）規制緩和

本章対象期間以前（平成8年10月以前）も「規制緩和推進計画」の策定等を通じ、証券分野の規制緩和は着実に進められてはいたが、諸外国で抜本的な市場改革が進展する中、漸進的な対応では我が国市場を国際金融センターとして復権させていくという目的は達成しがたい状況となっていた。こうした状況を踏まえ、平成8年6月11日には証券取引審議会総合部会が設置され、証券市場改革に向けた本格的な検討が開始され、同年11月11日には橋本内閣総理大臣から金融システム改革の推進が指示される（本節4（1）参照）など、「市場原理が働く自由な市場」の構築に向けた取組みが進められるに至った。こうして抜本的な改革が進められる状況の下で、平成9年3月28日に閣議決定された「規制緩和推進計画（再改定）」¹²⁾においては、証券分野では新規に43措置が盛り込まれたが、このうち16措置（未上場・未登録株式に係る規制等）については措置内容が確定しており、19措置（取引所集中義務の見直し等）については審議会等で結論を得たうえで実施に移されることとなっていた¹³⁾ほか、再改定前の計画で措置予定とされていた事項（株式委託手数料の自由化等）についても、措置内容・実施時期の確定・具体化等が図られた¹⁴⁾。

この「規制緩和推進計画（再改定）」は、平成7年度からの3か年計画の最終年度に当たるものであった。その後、平成9年12月20日の閣議決定（「規制緩和の推進等について」）において、平成10年度を初年度とする新たな規制緩和推進3か年計画を策定することとされ、これを受けて平成10年3月31日に「規制緩和推進3か年計画」¹⁵⁾が閣議決定された。金融・証券・保険関係では、金融は23、証券は32、保険は12の事項が盛り込まれたが、そこで示された21の措置は、金融システム改革関連法案として大蔵省から通常国会に提出された法案に盛り込まれていた。証券分野の32事項には、有価証券店頭デリバティブの導入、有価証券報告書等の電子化などが盛り込まれた¹⁶⁾。

平成11年3月30日に閣議決定された「規制緩和推進3か年計画（改定）」¹⁷⁾においては、証券分野ではCPのペーパーレス化、店頭登録市場の活性化方策（3措置）、私募債市場における適格機関投資家の範囲の拡大、社債の発行登録制度の適用の拡大の4事項（6措置）が新たに盛り込まれる一方で、前年の「規制緩和推進3か年計画」から盛り込まれていた事項の多くは、金融システム改革法の施行等により措置済みとされた¹⁸⁾。

平成12年3月31日に閣議決定された「規制緩和推進3か年計画（再改定）」¹⁹⁾においては、証券分野では、有価証券の募集に際しての目論見書交付の簡素化、認可投資顧問業者による合同運用の解禁、個別株オプション取引における反対売買との相殺、証

券外務員登録の見直し、社債等登録制度の見直しの5事項が新たに盛り込まれた。前年の「規制緩和推進3か年計画（改定）」に新規に盛り込まれた事項については、CPのペーパーレス化が平成12年度に立法作業を行うとされたほかは大蔵省令や日本証券協会規則の整備等により措置済みとされた。

〔注〕

- 1) 大蔵省「ビッグバンに向けての、これまでの主な足取り」(「特集 金融システム改革(日本版ビッグバン)とは」金融庁ウェブ・ページ http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb6.htm。
- 2) 「内閣総理大臣説示」(平成8年11月7日) 首相官邸ウェブ・ページ <https://www.kantei.go.jp/jp/hasimotosouri/speech/1996/setuji-1107.html>。「橋本内閣総理大臣年頭記者会見」(平成9年元旦) 首相官邸ウェブ・ページ <https://www.kantei.go.jp/jp/hasimotosouri/speech/1997/nento.html>。
 なお、このうち行政改革については、中央省庁の再編などとともに、大胆な規制の撤廃や緩和に取り組むこととし、平成8年11月21日にこれらを担う行政改革会議を設置した。
- 3) 橋本内閣総理大臣指示「我が国金融システムの改革～2001年東京市場の再生に向けて～」(平成8年11月11日) 金融庁ウェブ・ページ http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb7.htm。
- 4) 同答申を踏まえた「外国為替及び外国貿易管理法」の改正法は、平成9年5月16日に成立し、平成10年4月1日に施行された。同改正法により、資本取引等に係る許可・事前届出制度の原則廃止、外国為替公認銀行制度・指定証券会社制度の廃止等、外国為替管理制度が抜本的に見直され、法律名も「外国為替及び外国貿易法」に改められた。
- 5) 大蔵省「金融システム改革法について」金融庁ウェブ・ページ http://www.fsa.go.jp/p_mof/low/1f001a1.htm。
- 6) 政府税制調査会「金融システム改革と金融関係税制—金融課税小委員会中間報告書—」(平成9年12月3日)『金融』平成10年1月号 33-50ページ。
- 7) 「月例経済報告、経済対策、経済財政諮問会議等の文書一覧」内閣府経済社会総合研究所ウェブ・ページ http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/data_history/data_history_list.html。
- 8) 経済対策閣僚会議「21世紀を切りひらく緊急経済対策」(平成9年11月18日) 内閣府経済社会総合研究所ウェブ・ページ http://www.esri.go.jp/jp/prj/sbubble/data_history/data_history_list.html。
- 9) 経済対策閣僚会議「総合経済対策」(平成10年4月24日) 内閣府ウェブ・ページ <http://www5.cao.go.jp/keizai1/keizaitaisaku/1998/19980424taisaku.html>。
- 10) 経済対策閣僚会議「緊急経済対策」(平成10年11月16日) 内閣府ウェブ・ページ <http://www5.cao.go.jp/keizai1/keizaitaisaku/1998/19981116b-taisaku.html>。
- 11) 経済対策閣僚会議「経済新生対策」(平成11年11月11日) 内閣府ウェブ・ページ <http://www5.cao.go.jp/keizai1/keizaitaisaku/1999/19991111b-taisaku.html>。
- 12) 「規制緩和推進計画(再改定)」(平成9年3月28日閣議決定)『規制緩和と白書(97年版)』(平成9年、大蔵省印刷局)資料編1-408ページ。
- 13) このほか、外為法改正関連で8措置が通常国会に改正法案提出済みとされた。

- 14) 『証券年報 平成9年版』75-81ページ。『規制緩和と白書（97年版）』（平成9年、大蔵省印刷局）資料編 253-268ページ。
- 15) 「規制緩和と推進3か年計画」（平成10年3月31日閣議決定）『規制緩和と白書（98年版）』（平成10年、大蔵省印刷局）資料編 1-124ページ。
- 16) 『規制緩和と白書（98年版）』（平成10年、大蔵省印刷局）81-84ページ、資料編 82-92ページ。
- 17) 「規制緩和と推進3か年計画（改定）」（平成11年3月30日閣議決定）『規制緩和と白書（99年版）』（平成11年、大蔵省印刷局）資料編 1-194ページ。
- 18) 『規制緩和と白書（99年版）』（平成11年、大蔵省印刷局）資料編 131-136ページ。
- 19) 「規制緩和と推進3か年計画（再改定）」（平成12年3月31日閣議決定）国立国会図書館ウェブ・ページ（WARP）<http://warp.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/283520/www.soumu.go.jp/gyoukan/kanri/kise3-saikai.htm>。

第3節 金融システム改革の検討

平成8年11月11日、橋本内閣総理大臣より大蔵大臣及び法務大臣に対し、2001年までに日本の金融市場がNY、ロンドン並みの国際金融市場となって再生するため、「金融システム改革」に全力を挙げて取り組むよう指示があった（本章第2節4（1）参照）。この内閣総理大臣指示を受け、同月15日に、大蔵大臣より証券取引審議会、企業会計審議会、金融制度調査会、保険審議会、外国為替等審議会の五つの審議会・調査会の会長に対し、2001年までの間に金融システム改革が完了するプランをできる限り早急にまとめるよう要請がなされ、これを受け、五つの審議会・調査会において精力的に審議が進められた。

以下、本節においては、証券取引審議会における審議を中心に証券市場分野に係る金融システム改革の検討の概要を述べることとする。

1 証券取引審議会総合部会の設置と「論点整理」の概要

平成8年6月11日の証券取引審議会において、21世紀に目を向けて中長期的観点から証券市場の整備を行うことを目的に総合部会が設置された。同部会では、経済・金融のグローバル化が進展する中で、日本の証券市場の空洞化の懸念も踏まえ、①証券市場の効率化・機能の向上をいかに図るか、②我が国経済を支える企業への望ましい資金配分をいかに実現していくか、③多様化する投資家のニーズにいかに対応していくかとの視点から、聖域・タブーを設けずに証券市場、市場仲介者たる証券業及び証券行政の将来の在り方について検討が行われた¹⁾。そして同部会は、同年11月11日の金融システム改革に関する内閣総理大臣指示を受けてさらに審議を進め、同月29日にそれまでの審議を整理し、以後具体的な項目につき検討を深めていくに当たっての議論の枠組みを提起する「論点整理」²⁾を公表した。「論点整理」の概要は以下のとおりである。

まず改革の目標として①「証券市場を資金仲介の主役に」、②「「東京市場」の復権を」、③「21世紀にも通用する枠組みを」、④「すべての人に開かれた市場を」、⑤「公正・透明な、信頼感ある市場に」の五つを掲げ、21世紀初頭には概ねすべての改革を完了することを目標として市場各般にわたる総合的なパッケージとして実行していくとした。

具体的な改革の措置については、「多様な選択ができること」、「利用者を引きつける魅力があること」、「公正で信頼されること」の方向性を持ったものとなるであろう

としたうえで、その検討課題については以下の三つに整理した。

第一は、「魅力ある投資対象の提供」、すなわち「投資対象」に関する課題である。多様なニーズを持つ投資家に対し、低廉なコストで魅力ある、競争力のある商品を提供することを通じて多様な選択肢を提供していく観点から、①デリバティブ商品等の商品の多様化、②投資信託、③企業活力の向上、④株式の魅力の向上、⑤情報提供の充実、⑥商品供給コストの削減について検討を行うとした。

第二は、「信頼できる効率的な取引の枠組みの提供」、すなわち「市場」に関する課題である。これは、公正さを確保しつつ、国内各市場間の競争を促進することにより、国内市場全体としての競争力と機能の強化を図り市場利用者の多様なニーズに応えていくということである。この観点から①取引所集中義務の見直し、店頭市場の位置付けの見直しなど取引形態の多様化と各取引形態の競争関係、②取引・気配情報へのアクセス、③流通・決済制度等のインフラ整備、④上場・公開等に関わる諸規制・諸慣行の見直し、⑤ディスクロージャーの整備、⑥監視・処分及び紛争処理体制の充実、⑦投資家啓蒙活動、⑧電子化への対応を具体的検討項目として掲げた。

第三は、「高い付加価値を持った多様な資産運用サービス等の提供」であり、「市場仲介者」に係る課題である。市場仲介者が業務の多角化・差別化を進めていくことが可能となるような枠組みを整備するとともに、資産運用業の強化を図っていく必要があるとして、具体的検討項目として、①手数料自由化、②業務の多角化、③持株会社の活用、④資産運用業（投資顧問、投資信託）の強化、⑤アナリスト、評価機関、ファイナンシャル・プランナーの役割、⑥証券会社の健全性のチェックの充実、⑦仲介業者の参入・退出の在り方、⑧破綻処理制度等を掲げた。

〔注〕

- 1) 『証券年報 平成8年版』68ページ。
- 2) 証券取引審議会総合部会「総合部会・論点整理」（平成8年11月29日）金融庁ウェブ・ページ http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a501f2.htm。

2 改革の検討（ワーキング・パーティ報告書）

前述の「論点整理」の公表後、証券取引審議会総合部会に三つのワーキング・パーティ（投資対象ワーキング・パーティ、市場ワーキング・パーティ、市場仲介者ワーキング・パーティ）が設置され、「論点整理」によって与えられた枠組みに沿って個別の改革項目の具体的内容等について審議が行われた。それぞれのワーキング・パーティは平成9年5月16日に報告書をまとめ、公表した¹⁾。

ワーキング・パーティ報告書におけるそれぞれの取組みの背景、具体的な対応策の

概要は以下のとおりである²⁾。

(1) 「魅力ある投資対象」(投資対象ワーキング・パーティ報告書)³⁾ (概要)

①商品の自由化・多様化

投資家の多様な投資・資産運用ニーズを満たし得る魅力ある投資対象を低廉なコストで提供できるようにすべきである。商品の自由化・多様化の結果、証券市場が、高齢化を迎えるに当たって国民の金融資産の形成に大きな役割を果たし得ることが期待される。資金調達者にとっては、商品の自由化・多様化は、ニーズに合った資金調達手段を選択する途を開くこととなり、その結果、グローバルな観点からの効率的な資金配分に一層大きく寄与し、また、次代を担う新規産業に対し資金供給の途を開き、その発展・成長を促す基盤を形作るものとなる。

近年、社債をはじめとした商品の自由化は大幅に進展しており、今後多様な商品の出現を促すには、刑法、商法等関連法規における取扱いが課題となっているケースが少なくない。今後は、リンク債や永久債などに関して刑法、商法等の考え方との関係を調整し、商品の多様化を徹底することが望まれる。

②デリバティブ商品の多様化

デリバティブ取引は、金融・証券取引の自由化、金融技術の発達を背景に、取引規模が世界的に拡大の一途をたどっている。我が国のデリバティブ市場を見ると、取引規模は拡大しているものの、諸外国に比べて特に有価証券関連のデリバティブ取引の種類が限られており、この面での改善の余地は大きい。デリバティブ取引の多様化を図ることは、投資家や資金調達者に対し最適な資産・負債の構成の選択を実現していくうえで大いに意義がある。また、我が国市場の国際競争力確保の観点からもデリバティブ取引の多様化を図る必要性は大きい。

有価証券関連のデリバティブの多様化について、主として証券取引審議会デリバティブ特別部会において審議を行っており〔第2章第3節6(2)及び本節2(4)参照〕、先般、証券取引所における個別株式オプション取引の導入について前向きな認識を公表するとともに、店頭における有価証券関連のデリバティブ取引をはじめとする証券関連デリバティブの全面解禁に向けての環境整備について賭博罪との関係の整理を含め検討を行っている。

③投資信託の多様化等

投資信託は、専門家の資産運用能力を活かした分散投資を可能とすることにより、投資家に簡便かつ効率的な資産運用手段を提供するものであり、投資家の証券市場への参加をより容易にするうえで大きな意義を有している。投資信託をより魅力的

なものとするため、平成6年12月に抜本的な改革が行われた（第2章第4節参照）。

投資家による選択の幅を上げ得る魅力ある商品を提供していく観点から、例えば、MMFや中期国債ファンドの商品性の改善を図るための諸規制の見直しが適当である。また、多様な顧客ニーズに応じたサービスの向上に資する証券総合口座の導入を進めることが適当である。

私募投信は、投資家の多様な資産運用ニーズに応じていく観点から、その導入には意義がある。公正取引ルールの適用等の観点から、私募投信を証券投資信託法に明示的に位置付けて制度化することが適当であるが、その性格に着目すれば、運用規制やディスクロージャー等の面では現行法に基づく各種ルールをそのまま適用する必要性は必ずしもなく、また、業務を行うことについては、より広く適格性を有する者に認められるべきである。そのため、私募投信に対して固有に適用されるルールの整備を行う必要がある。

会社型投信は、米・仏をはじめ諸外国において広く行われている一般投資家のための会社形態での投資信託の仕組みである。国際的整合性、グローバル・スタンダードの観点や投資家の資産運用に当たっての選択肢を拡げる意味から、その導入が検討課題となっている。導入を検討するに当たっては、多くの点で現行株式会社制度との調整を要することから、その実現のためには、会社型投信のための特別な法人制度を創設することも検討すべきである。

投資信託約款の承認制度については、投資家に対するディスクロージャーを徹底する等、所要の制度の整備を行ったうえで届出制等に移行することが適当である。

投資信託の販売チャンネルは、投資家の利便性の向上と新たな投資家層の拡大を通じた証券市場の活性化といった観点からは、その拡充を図ることが必要である。新たな販売チャンネルとしては、顧客の誤認や利益相反の防止等の措置を講じたうえで、銀行等の金融機関による投資信託の販売を導入することが考えられる。委託会社による直接販売の充実も期待され、その観点から、銀行の委託会社への店舗貸しによる直接販売も考えられる。

④ 有価証券の定義の見直し

証券取引法は、公衆縦覧型ディスクロージャー、何人にも適用される公正取引ルール等、投資家が自己責任原則を貫徹できるような市場環境を整備するための基本的ルールを規定している。有価証券の定義は、こうした取引ルールをいかなる商品に適用すべきであるかという観点から検討されるべきである。その際、取引ルールの整合性、国際的整合性、適用範囲の明確性の条件を満たす必要がある。定義規定については、明確性を保ちつつ、より広範な商品を包含できる規定ぶりを検討するとともに個別商品の指定を機動的に行っていくことが適当である。証券取引法上

の有価証券とすることを検討すべき商品を例示すれば、資産担保型証券（ABS）、DR（Depository Receipt: 預託証券）、カバード・ワラントである。

⑤企業活力の向上のための資金調達手段等の充実

金融機関や事業法人、投資家等において資産の流動化に対するニーズが増大しつつある中、ABS（資産担保型証券）は、資金調達・資産管理手段の多様化、魅力ある投資対象の提供等、様々な効果をもたらすものと期待される。そこで、その発行の障害となっている民法、商法上の問題等について法律上の手当が講じられるべきである。

MTN（ミディアム・ターム・ノート）は、発行会社が証券会社等との間で、あらかじめ定める発行枠の範囲内で社債を反復・継続的に発行することを取り決める契約であり、企業の資金調達の円滑化、証券市場の活性化に資する等から我が国においても早急に導入すべきである。導入に当たっては、商法規定との関係の明確化のほか、現行の発行登録制度の改善が必要であるが、その点、平成9年3月に大蔵・法務両省から居住者国内MTN導入に係る環境整備のための方策が示され、これによりMTNの利用が促進されることが期待される。

外国株式の流通・決済制度の在り方については、取引所における外国株券の売買取引の決済は諸外国ではDRの利用が定着しており、DRの発行による資金調達ニーズもあることから、外国株式への投資機会の増大、外国企業の上場促進等の観点からDRの上場を可能とする措置を検討すべきである。

ストック・オプション制度は、会社の業績向上による株価の上昇が、役員・従業員の利益に直接結びつくことによって、役員・従業員への強力なインセンティブとして機能し、これが、株主重視の経営を促し、企業の活性化、ひいては株式市場の活性化にも効果をもたらすものと期待される。我が国では現在、限定的な形で実施されているが、商法を改正し、ストック・オプション制度を一般に導入できる枠組みを設けることが適当である。

証券市場が企業活力の向上に役立っていくためには、企業が証券市場における資金調達を機動的・弾力的に行い得るようにしなければならない。新株発行の迅速化・弾力化のため、公告方法の弾力化により発行期間の実質的短縮を図ることが適当である。

⑥株式の魅力の向上

利益消却のための自己株式取得は、ROE（株主資本利益率）の改善による投資対象としての株式の魅力の向上や株式市場における需給のタイト化などに大きな効果がある。また、利益消却は、企業の持合い解消を進めていく手段としても有用であ

る。平成6年の商法改正により定時株主総会の決議により利益消却を行う仕組みが設けられたが、定時株主総会の時には予見できなかった経済情勢等の変化に対応できないという問題がある。そこで、商法との調整を図り、利益消却のための自己株式取得を一定の条件の下に取締役会決議に委ねることにより利益消却を機動的・弾力的に行い得る枠組みを設けることが適当である。

個人投資家の証券市場への参入を促進するためには、株式投資単位の引下げを機動的に行い得るようにすることが望ましい。株主権の保護を図りつつ、機動的な投資単位の引下げを図る方策として、現行商法においても条件付きの株主総会決議が有効であるとされていることにかんがみ、例えば、株価がある具体的水準に達すればくり直しを行うとの条件付きの定款変更を株主総会特別決議として実施するなどの方法が考えられる。

税制面においても、配当課税の在り方について、株式の魅力の向上、金融商品間の中立的な課税の確保といった観点も踏まえた検討が行われることを要請する。

⑦情報提供の充実

多様化する投資家ニーズに応え、また、個人投資家を呼び起こしていくためには、企業側の能動的な情報提供も必要である。IR（Investor Relations: 企業が自己の営業活動等について幅広く投資家に伝え理解を深めてもらう企業の自主的な情報開示。）活動は、証券取引法等に基づく制度上のディスクロージャーの整備やアナリスト等の役割を補完していくことによって、適正な株価形成や個人投資家の視野を広げることに役立つ。こうしたIR活動を促進するための環境整備（IRの普及・啓蒙活動や企業経営者の意識改革。）が必要である。

また、投資判断の基礎資料である企業の会社情報が適時、適切、公平に開示されることは重要であり、タイムリー・ディスクロージャーの役割は大きい。さらに、より多くの内部情報を適時に公開させることによって証券価格がより適切に情報を反映できるという意味において市場の効率化に資するものと期待される。このような観点から、証券取引所及び証券業協会により適時開示が要請されている。

個人投資家の情報へのアクセスを改善するためにインターネットを利用して企業自身が情報開示を行うことは有益であり、インターネットにより情報を入手した者がインサイダーとみなされないよう手当をしつつ、インターネットを利用したタイムリー・ディスクロージャーを促進することが適当である。

⑧証券取引に対する課税の在り方（商品供給コストの削減等）

取引コストを軽減する観点から、有価証券取引税、取引所税といった取引課税について、廃止も含めその在り方を見直すべく早急に検討が行われることを要請する。

(2) 「信頼できる効率的な取引の枠組み」(市場ワーキング・パーティ報告書)⁴⁾(概要)

①総論

我が国証券市場には、巨額な金融資産の運用と内外の資金需要への資金配分の双方を効率的かつ公正に行う役割が求められている。

資産運用・資金調達が「効率的」に行われるためには競争原理の導入が不可欠である。具体的には、市場に参加する運用者及び調達者の双方に対して多様な選択を行う自由が保証され、競争原理の下で市場仲介が行われる必要がある。今後、市場参加者の多様なニーズに応えた取引サービスの提供を巡って国内各市場間での競争が促進されれば、我が国市場全体として競争力の強化が図られる。市場間競争を促進するに当たっては、特に取引所市場や店頭登録市場といった制度化された市場の取引の枠組みを抜本的に見直し、それぞれの市場がそれぞれの機能をより発揮していけるようにする必要がある。一方で、これらの市場以外での取引の役割も増大し、制度化された市場との間で競争が展開されることになろう。

資産運用・資金調達が「公正」に行われるためには、信頼できる取引の枠組みの確立が不可欠である。この観点から、参加者が一定のルールに基づいて取引を行う取引所市場や店頭登録市場は、ますます大きな意義を持つこととなり、これらの市場が期待される機能を一層発揮していくには、取引決済システムの整備をはじめとする証券市場のインフラ整備が極めて重要である。また、制度化された市場以外の市場の整備と、これら新しい市場での公正取引を担保するためのルールの整備、さらにはルール違反に対する監視、検査体制の整備も必要である。

②取引所市場の在り方の見直し

証券取引所は、我が国証券市場で中心的役割を果たしてきたが、競争は市場間においても促進される必要があり、市場参加者及び仲介者がそれぞれの取引ニーズに合わせて最もふさわしい取引の場を自由に選択できるようにするためには、取引所集中義務はその撤廃を含め抜本的に見直す必要がある。

取引所集中義務の見直しが必要となった背景として、以下のような環境変化が指摘されている。(i)市場間競争促進の観点から、取引執行の場を制約している規制を、撤廃も含め抜本的に見直す必要がある、(ii)機関化現象の進展に伴う株式注文の大口化やバスケット化といった現在の取引所の取引システムでは効率的な執行が難しい取引形態が増加している、(iii)通信・情報技術の発展に伴い、従来の取引所の枠組みを超えた取引の出現に備える必要が生じている、(iv)証券取引の国際化の進展に伴い、国内で執行が容易でない取引は簡単に国外に流出していく可能性が高まっており、改正外為法による自由化はそのような国際的市場間競争を一層加速する。

取引所の機能向上のためには、(i)大口・バスケット取引に対応した売買制度の導

入等、取引所内取引システムの見直し・改善、(ii)取引手法の一層の多様化を図るため、個人投資家を含めたすべての投資家について取引所外取引を認める方策、(iii)取引所外取引において執行される価格と取引所における価格との関係についての整理、(iv)取引所外取引における取引の公正性確保のための手当、の検討が必要である。

取引所外取引を認めていくに当たっては、(i)取引所の定款における取引所集中義務の削除（ただし、公正な価格形成を行ううえで取引が取引所に集中することの意義を否定するものではない。）、(ii)取引所外取引を行う際の取引価格の在り方、(iii)証券会社による投資家への説明義務、(iv)取引所外取引についての自主規制機関への報告・公表、(v)取引所外取引についても取引所取引と同様の公正取引ルールを整備する等所要の法整備等を検討し、法改正を含めた所要のルール整備を図ったうえでできるだけ早期に実施すべきである。

開設が予想される私設取引システムについては、当面、取引所ではなく証券業として整理したうえで取引の公正性が確保できるよう法的手当を整備する必要がある。

さらに、取引所の参入、退出の在り方を含め取引所市場の法的枠組みを見直すことが必要である。

③株式店頭登録市場の在り方の見直し

株式店頭登録市場については、昭和58年の証券取引審議会報告において、取引所市場の補完的機能を果たしていくことが適当であるとされたが、その後の株式店頭登録市場におけるルール整備や市場規模拡大等を踏まえると、株式店頭登録市場が取引所市場の「補完」とされてきた位置付けを見直すことが適当である。これにより、両市場間の健全な競争を通じて、全体として公正かつ効率的な市場の実現が図られるべきである。

株式店頭登録市場の流通面については、株式の公開後に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る。したがって、株式店頭登録市場における流通面の改善に向けて具体的な機能強化策が講じられる必要がある。この点に関しては、日本証券業協会において、信用取引制度、発行日取引制度及び借株制度の導入について検討が進められ、平成9年3月にこれらに関する要綱が決定されたこと（第2章第3節7参照）が歓迎されるとともに、早期の実施を期待する。

株式店頭登録市場がその特徴を活かしながら、取引所市場との間で健全な競争を行っていくためには、証券会社のマーケット・メイク機能の拡充が必要である。株式店頭登録市場における借株制度の導入は、そのための環境整備として歓迎すべきものである。

株式店頭登録市場では証券・資金の決済がネット・ベースではなく個別受渡決済

で処理されている点を見直す必要があり、日本証券業協会による積極的な取組みにより、受渡決済の簡素化・合理化が図られることが期待される。なお、株式店頭登録市場については、もともと公正な価格形成を担保するための制度が整備されているため、仮にネット・ベースでの受渡決済が導入されたとしても、証券取引法が開設を禁止している「有価証券市場に類似する施設」には該当しないと考えられるが、この際、日本証券業協会が運営する店頭登録市場を本規定の適用除外とするための法的手当をとることが適当である。

④未上場・未登録株式の取扱いの見直し

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行われていないものが多い等の事情により、証券会社の投資勧誘や公募の取扱いが日本証券業協会規則によって禁止されている。しかしながら、多様な資金調達・運用ニーズに対応していくためには、米国のような多重構造の市場を確立していくことが重要である。創業段階のベンチャー企業を含む未上場・未登録企業の資金調達ニーズに適切に対応して、円滑な資金供給を行うとともに、資金運用者に対して当該株式の流通の場を提供し、資金回収の機会を与えていくことは、今後の証券市場に期待される重要な機能の一つである。また、証券会社の業務を多様化・差別化していく観点からも意義があると考えられる。

このような観点から、証券会社による未上場・未登録株式の取扱いについては、発行・流通両市場における所要の環境整備を図ったうえで、これを認めていくことが適当である。具体的には、適切なディスクロージャー、取引の公正性の確保及び適切な価格情報の提示についてのルール整備等が必要となる。なお、5億円未満の未上場・未登録株式の募集等についても、公衆縦覧を前提としたディスクロージャー制度を検討することが適当である。

⑤取引・気配情報へのアクセスの改善

証券市場が円滑に機能するためには、市場の透明性及び市場参加者の利便性の向上を図る観点から、市場情報は広く市場参加者に対し正確かつ迅速に伝達される必要がある。したがって、投資家に対する取引・気配情報の提供範囲の拡大を図っていく必要がある。具体的には、諸外国の例を参考に、複数の気配と注文数量の公表が行われることが適当である。また、いわゆる「板情報」等の詳細な情報の伝達範囲は、現状、会員証券会社のいわゆる「場電店」（取引所に隣接した営業所1か所）に限られているが、少なくとも会員証券会社についてはあらゆる支店に詳細な情報が伝達されるよう、この範囲の拡大を認めることが適当である。

取引・気配情報へのアクセスの改善は、取引所等が投資家ニーズを踏まえ、会員

証券会社の合意に基づき自主的かつ積極的に取り組むべきものであるが、取引所集中義務撤廃後のスキームにおける価格情報の報告・集中・公表の重要性等にかんがみれば、今後、証券取引法においても、情報提供義務に関する規定を整備する方向で検討を進めることが適当である。

⑥証券取引・決済制度の整備

証券市場の機能向上のためには、通信・情報技術の高度化に対応しつつ、グローバル・スタンダードと統合的な形で、取引・決済制度等証券市場のインフラ整備を図る必要がある。

第一に、注文発注・執行の効率化の観点から、証券会社から取引所への発注方法について、立会場の在り方の見直しを含め、システム化を一層進める努力を行う必要がある。

第二に、証券決済制度の整備については、グローバル・スタンダードを念頭に置き、取引コストに配慮した効率的かつリスクの少ない決済制度を計画的に整備していく必要がある。具体的には、決済期間の短縮及びDVP（資金と証券の同時決済）を図っていくことが重要である。また、取引所における資金決済については、早急に即日資金化の実施を図る必要がある。さらに、証券取引の電子化を進め、これらの実現を図る観点からすれば、決済のペーパーレス化の実現が不可欠である。このためには、保管振替制度の一層の利用促進が図れるよう、法改正を含め行政において所要の対応が図られるべきである。

また、社債受渡し・決済制度については、「社債受渡し・決済制度研究会」の報告を受けて、オンライン・ネットワーク化のための準備作業が進められている。今後、準備作業が着実に進められるとともに、将来の一層の発展に向けて、同制度についてさらに改善・検討が加えられることが期待される。

さらに、フェイルのルール化（決済遅延が生じた場合の当事者間における事後処理方法のルール化）に関し、即時グロス決済（RTGS: Real-Time Gross Settlement）方式の導入、DVP化の一層の推進等、所要の条件整備を行ったうえで、フェイルのルール化が図られることが望ましく、今後具体的な検討が望まれる。なお、中長期的な観点から証券決済制度の整備を図っていくことが必要であるが、その際には、より包括的な清算・決済を行うための仕組みの構築を視野に入れ、積極的に取り組むことが重要である。

⑦貸株市場の整備

証券市場が多様なニーズに対応して市場機能を効率的に発揮していくためには、厚みのある貸株市場を整備し、株式の流動性を向上させる必要がある。これまでの

貸株は、証券金融会社による信用・貸借取引を中心として行われているが、この枠組みに納まらない貸株・借株ニーズに対応していくことが一つの課題となっている。

現行の枠組みに納まらないニーズを満たすには、まず、証券会社による機関投資家等からの借株や証券会社間の貸借の自由化が必要である。そのうえで、証券会社による対顧客向け貸株についても、これを導入することが適当である。

信用・貸借取引の枠外の取引については、市場の公正性・透明性の確保の観点から、担保の徴求・値洗いの励行、適切な情報提供等が図られることが望ましく、実務的な検討が期待される。また、その際、証券取引法において保証金率の下限を画一的に定めている現行の規定について見直すことが適当である。

また、貸株市場の整備によって、従来信用・貸借取引制度を運営してきた証券金融会社の業務の見直しを行う必要もあり、証券取引法の関連規定を見直し、経営の自由度を高めていくことが適当である。

⑧上場・公開等に関わる諸規制・諸慣行の見直し

証券市場が企業の資金調達に当たって期待されている役割を適切かつ効率的に果たしていくためには、株式等の発行市場における諸規則・諸慣行について不断の見直しを行っていく必要がある。具体的には、株式新規公開時の公開価格決定方法の見直し、上場手続の簡素化の2点について見直しが求められている。

株式新規公開時の公開価格決定方法の見直しに関して、現行方式（一部入札＋配分ルール）に対しては、入札が公開株の一部についてのみ行われること等もあり、発行済株式数全体の需給を反映したものとはならず、公開価格が高めに設定されがちであり、公開後の円滑な流通に支障をきたすことがあるとの問題点が指摘されている。一方、ブックビルディング方式（引受証券会社が投資家の需要を積み上げ公開価格を決定する方式）には、(i)公開後の流通市場まで勘案した需要の積上げによる公開価格決定が可能である、(ii)引受証券会社が主体的に公開価格の決定に関与する結果、公開後も流通市場においてマーケット・メイク機能をより積極的に発揮することが可能となる、(iii)現行方式に比べ手続が簡素となり、公開日程の短縮や需要動向に応じた弾力的な発行も可能となる、(iv)グローバル・スタンダードに合致している等のメリットがあると考えられる。また、ブックビルディング方式を導入する際、価格決定の過程や引受証券会社の販売方針を有価証券届出書において開示させる等の措置を講ずることにより、価格決定の公正性・透明性及び配分の公平性についても十分配慮することができるため、従来の配分ルールはブックビルディング方式の下では適用しなくても良いのではないかと考えられる。以上の諸点にかんがみ、公開価格の決定方法として新たにブックビルディング方式の導入を図る（現行方式と併存させる）ことが適当である。

上場手続の簡素化に関しては、現在、取引所は、有価証券、有価証券指数又はオプション等を上場しようとするときには、証券取引法上、大蔵大臣の承認を受けなければならないこととされているが、上場手続の効率化、投資家の自己責任原則の醸成、店頭登録が事後届出制とされていることとのバランスの観点から、見直しを検討する必要がある。したがって、取引所において有価証券の上場規程があらかじめ明確に定められている場合には、大蔵大臣に対する事後届出制として、個別の審査については取引所にゆだねることが適当である。一方、有価証券指数やオプションの上場に当たっては、取引所自らが組成するものであり、また、あらかじめ一定の上場規程を定めることが困難であることから、引き続きチェック機能として大蔵大臣による上場承認が必要ではないかと考えられる。なお、その際は上場承認基準の明確化、上場承認手続の迅速化にも配慮すべきである。

⑨検査・監視・処分及び紛争処理体制の充実

行政は、一般的な事前予防的な規制から事後監視的な規制への一層の転換を図り、市場参加者に自由な活動を保証することが必要である。自由化された証券市場において公正な競争を促進するため、今まで以上に明確かつ合理的な市場ルールを整備し、ルール違反に対する処分・罰則の適用を厳格に行うことが必要である。

証券市場の自由化に応じた公正な競争の確保という観点から、証券取引法の行為規制の要件や罰則等について所要の見直しを図る必要がある。具体的には、取引形態の多様化等に対応して、利益相反行為の防止、相場操縦禁止やインサイダー取引規制等について、関連規定を整備・強化していく必要がある。また、行為規制違反の罰則について、国内の他の法規とのバランスや米国等先進諸国の状況を踏まえ、投資家に信頼される市場を整備する観点から、より充実させる必要がある。特に、罰則が軽過ぎるとの指摘が多いインサイダー取引規制について、罰則の強化を図ることが必要である。

多様な取引形態の広まりに対応して、市場の公正性を確保するための監視機能の果たすべき役割はますます増大する。このような市場監視機能の強化の要請に応えるために、検査・監視当局の人員増強、ノウハウの蓄積等、その体制の整備を図ることが必要である。また、自主規制機関の監視機能の一層の充実が望まれる。

証券市場の自由化が進むと証券会社の対顧客営業の考え方も変わらなければならない。特に、勧誘に当たって、適合性原則に十分に配慮するとともに、取引内容の説明等を徹底させることがますます重要になる。しかしながら、顧客と証券会社間の民事的な紛争が増加する可能性も否定できない。今後は、米国や英国の例を参考に、証券取引に関連する紛争処理の制度について、自主規制機関のあっせん等を法制化し、当事者間の和解のための処理スキームを一層充実させていくことが必要で

ある。これに併せて行政による仲介を廃止することが適当である。

⑩投資家啓蒙活動の充実

今後、投資家保護の在り方は、リスクから投資家を遠ざけるのではなく、リスクを周知することに力点が置かれるべきである。そのためには、個人投資家が自らリスクを理解する能力を持つことが重要であり、投資家の証券投資に関する知識等の充実に向けた投資家啓蒙活動がより大きな意味を持つてくる。

こうした観点から、証券教育を含む広範な投資家・消費者教育の充実が図られていくことを期待したい。

⑪債券流通市場の改善（公社債利子課税の在り方）

公社債流通市場においては、利子の源泉徴収を受ける公社債（課税玉）と、源泉徴収を受けない公社債（非課税玉）が併存⁵⁾し、(i)同一銘柄でありながら市場が分断されている、(ii)源泉徴収を受ける主体の参加が容易でない状況となっているといった問題が生じている。公社債の流通を一層円滑化させ、ひいては公社債の発行コストの軽減を図るためには、税制がマーケットに対してできる限り中立であることが望ましい。こうした市場の活性化、効率化の観点からは公社債利子課税の在り方を見直すべきであると考ええる。

流通市場の重要な基盤である社債の受渡し・決済制度の改善についての取組みとあわせ公社債利子課税の在り方についても、適正、公平、中立な課税の観点をも踏まえつつ、公社債流通の円滑化のための適切な方策について行政において検討が行われることを要請する。

⑫電子化への対応

証券取引の電子化は、省力化による取引コストの低下、物理的・地理的制約の縮小による利便性の向上など市場参加者に様々な利益をもたらすものであり、電子化が遅れることは我が国証券市場の相対的魅力が低下することを意味する。また、グローバルに広がりつつある証券取引のネットワークから取り残されかねない。したがって、国際的な市場間競争の中で我が国証券市場が競争力を維持していくためには積極的に電子化を進める必要がある。

インターネットを利用した証券取引については、その特殊性を踏まえ、各種の取引ルール適用について明確化を図るべきである。また、国内ルールの明確化に加え、インターネットを利用したクロスボーダーの証券取引についての国際的な指針作りが重要であり、このための作業に積極的に貢献していく必要がある。さらに、証券市場の基盤整備として、行政において、開示書類の提出から縦覧までを電子的

に行うシステムの早期の導入が図られるべきである。

(3) 「顧客ニーズに対応した多様な投資サービス」(市場仲介者ワーキング・パーティ報告書)⁶⁾(概要)

①総論

21世紀の証券市場は、投資家の資産運用の場として、また、企業の最適な財務構成を構築するための資金調達場として、これまで以上に有効に機能することを求められる。そのため、証券会社をはじめとする市場仲介者の役割は質的に変化していかなければならない。顧客の多様なニーズに応えるためには、証券会社の業務の多角化・差別化を可能とする枠組みを作り出すことが必要となる。また、新規参入の増加は投資家や資金調達者にとって望ましいものである。なお、投資信託業務、投資顧問業務においてもグローバル化、投資家ニーズの多様化等に対応した健全かつ効率的な運用を可能とするための制度整備を図る必要がある。

②手数料の自由化

証券市場の効率化及び利用者の利便性の向上を図るため、市場仲介者には資産運用サービスをはじめとする多様なサービスの提供が求められている。我が国において、このようなサービスの多様化を実現するとともに取引コストの軽減を図るためには、売買代金10億円以下の取引部分の手数料についても固定手数料制を早急に改めていく必要がある。国際的にみても、米国、英国をはじめ主要な市場において、手数料は既に自由化されている。我が国証券市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融センターとして整備していくためには、国際的整合性の観点からも手数料の自由化をできる限り早く推進していく必要がある。

一方、手数料の自由化を進めていく場合、投資家、証券会社をはじめ証券市場に重大な影響を及ぼす可能性が指摘されていること等を踏まえると、手数料自由化の推進は証券市場改革全体の幅広い枠組みの中で検討される必要があり、その実現のためには証券会社の経営の在り方を含め様々な面での環境整備を図っていく必要がある。

今回の証券市場改革にとって手数料の自由化は大きな柱となるべきものである。証券市場の効率化・機能向上を図る観点から、売買代金10億円以下の取引部分に係る手数料についても、その完全自由化を2001年(平成13年)を待たずにできる限り早期に実現する必要がある。しかしながら、手数料の自由化の推進に当たっては様々な面で環境整備を図っていく必要がある。したがって、完全自由化を実施する前段階として、1998年(平成10年)4月に、自由化により直ちにメリットを享受することが明らかでありかつ自由化されなければ国際的に取引がシフトするおそれが

ある取引を念頭に置き、自由化を進めることが適当である。その水準としては1億円よりもさらに低い水準を想定することが適当である。

③証券会社の業務の多角化

証券市場の活性化のためには、証券会社が、投資家や資金調達者と証券市場とを結び付ける機能を十分に発揮し、市場参加者が利用しやすい市場を作ることが必要である。そのためには、証券会社が、自主的な創意に基づいて業務の多角化を図り、顧客ニーズに応じた多様な商品・サービスを提供できなければならない。このような観点から、今後は、証券会社の業務に関する制限を可能な限りなくし、自由な業務活動を可能とすべきである。一方、仲介者の事情により投資家が不測の損害を被ることを最小限にするための枠組みが必要である。このため、証券会社の健全性チェックの充実、利益相反の防止等の事後的な監視・監督について、投資家保護に配慮した適切な手当が必要である。

証券会社が業務を多角化し、証券業務以外の業務を行っていく中であっても、証券業務⁷⁾の充実が第一義的に求められる。また、ブローカレッジ（取次ぎ）業務の補完として位置付けられてきたディーリング（売買）業務を、今後は、業務の多角化や市場の厚みを増すという観点から、他の証券業務と並ぶ主たる業務の一つとして位置付けることが必要である。

証券業務に付随するいわゆる付随業務について、これに制限を付することが適当ではないため、付随業務の概念を明確化したうえで、これを自由に行えるようにすることが必要である。

証券会社の專業義務については自主的な業務の発展が阻害されかねない。したがって、証券会社の專業制は廃止し、証券会社の業務の内容については原則として自由に行えるようにすることが必要である。さらに、健全性のチェックが十分可能な業務を幅広く法令上規定し、個別承認を不要とすることが適当である。

証券会社による投資家の多様な資産運用ニーズにきめ細かく対応したサービスの提供を可能とするため、証券業務と関連する資産運用サービスの充実が求められる。このような観点から、今後は、証券会社がブローカー業務に限定されず、多様な資産運用サービスを提供できるようにすることが必要である。ただし、証券業務と投資顧問業務との併営については、投資一任が原則禁止とされた経緯、投資顧問業に関する様々なルールや利益相反の規制等を考慮して、利益相反防止規制、チャイニーズ・ウォール規制の明確化のほか、ルール違反の場合の処分・罰則を充実させることが必要である。資産運用サービスの中でも、米国で行われているラップ・アカウント方式の資産運用サービスは、投資家のメリットが大きく、証券会社にとっても営業の多様化につながるというメリットがあり、今後幅広く利用される

ことが期待される。また、証券総合口座は多様な顧客ニーズに応じたサービスの向上に資するものである。したがって、公共料金等の引き落とし機能の銀行法上の為替業務との関係を検討、整理したうえでこの導入を進めることが適当である。

④持株会社の活用

我が国でも持株会社が認められることとなれば、特に証券市場の仲介者にとっても持株会社を通じた多様な業務展開と経営の効率化が可能となり、ひいては顧客の多様なニーズに応えることが可能となるなどの大きなメリットがあると考えられる。

他方、この枠組みを通じた業務の多角的展開等の結果、利益相反等により顧客の利益が損なわれてはならない。また、他の兄弟会社のリスクを被ることにより投資家が不測の損害を被ることがあってはならない。したがって、持株会社の下での証券会社等に対して十分な健全性のチェックを行うこと、あるいは効果的な利益相反防止のための方策を手当するといったことが必要である。

⑤資産運用業（投資顧問、投資信託）の強化

投資信託における資産運用力の強化という観点から、投資対象のグローバル化、運用手法の高度化・多様化に対応した効率的な運用を可能とすべきである。そのため、委託会社が運用に対する責任を負うという証券投資信託制度の基本的な仕組みの中で、委託会社が行う信託財産に係る運用指図の一部について外部の資産運用会社に委託することを認めることが適当である。

投資家の多様な資産運用ニーズに応えていく観点から、一定の限られた投資家を対象とする投資信託（いわゆる私募投信）を我が国に導入することは意義がある。私募投信については、一定の限られた投資家向けであっても受益者に対する忠実な運用、投資信託としての公正取引ルールが適用される必要がある。このような観点から、私募投信を証券投資信託法に明示的に位置付け、制度化することが適当であると考えられる。ただし、私募投信の性格に着目すれば、現行法に基づく各種ルールをそのまま適用することまでを求める必要性は必ずしもなく、また、業務を行うことについては、より広く適格性を有する者に認められるべきものと考えられる。したがって、現行制度等との関係を踏まえ、私募投信に固有に適用されるべきルールの整備を行う必要がある。

未登録・未上場株式の投資信託への組入れについては、新規産業への資金供給の可能性や投資信託を通じた資産運用におけるリスク・リターン選択の幅を拡大する観点からもこれを全く認めないということは適当ではない。未登録・未上場株式等の投資信託への組入れは、流動性の乏しい投資対象として信託財産の一定の範囲内で行われることが適当である。また、組入れ資産の適正な評価といった問題につ

いては、未登録・未上場株式に係る流通市場の整備状況を参考にすることが考えられる。

投資家の利便性の向上や新たな投資家層の拡大を通じた証券市場の活性化の観点から投資信託の販売チャンネルの拡充を図ることが必要であり、これを通じて一層の競争の促進が期待される。新たな販売チャンネルとしては、銀行等の金融機関による投資信託の販売を導入することが考えられる。この場合、顧客の誤認や利益相反の可能性等を防止するための十分な措置を講じる必要がある。また、証券取引法上の規制や販売員の資格制度等が適用されるべきである。この他、委託会社による直接販売は引き続きその充実が期待されることから、金融機関自身による販売に加え、委託会社への店舗貸しによる直接販売も考えられよう。

⑥格付機関、アナリスト、評価機関、ファイナンシャル・プランナー

投資家が自己責任原則に基づき適切な投資判断を行うに当たっては、投資判断のベースとなる情報が十分に提供されることが重要である。リスクとリターンを個人を含めた投資家に分かりやすいものとするという意味で格付機関、アナリスト、評価機関、ファイナンシャル・プランナーの役割は極めて大きい。こうした形での投資家への情報提供の拡充は、投資家の視野を広げ公正な価格形成を促すとともに、資金利用・投資効率を高めることにも資するという点で、我が国市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際市場とするうえでの重要な市場インフラの一部であるとも位置づけることができよう。

⑦証券会社の健全性のチェックの充実

証券市場においては、投資家は証券市場にアクセスするために証券会社を仲介者として利用しなければならない。仲介者である証券会社が突然破綻することによって投資家に多大な損害が生じた場合には証券市場に対する信頼を失わせる可能性がある。したがって、証券会社の健全性をチェックし、健全性が損なわれた場合にはその是正を促し、是正されない場合には証券業から退出させることが必要である。

今後も、原則として自己資本規制比率が健全性チェックのための主たる指標として用いられることが適当である。その際、証券会社が破綻する前に早期是正措置的な対応を行うルールの一層の明確化を検討することが必要である。

現行の自己資本規制比率が実際のリスクをよりの確に反映するように見直しを行うことが必要である。金融商品のリスク評価を見直すとともに、取引先リスクの算定に当たっては貸付金相当額のリスクが適切に反映されなければならない。また、ヘッジ取引によるリスクの相殺、デリバティブ等のオフバランス商品のリスク算定等の見直しも必要である。

また、証券会社のディスクロージャーの充実のため、例えば、銀行法第21条と同様に証券会社のディスクロージャーについての規定を設ける必要がある。

⑧仲介業者の参入・退出の在り方の見直し

国際的にみて効率的かつ競争力のある証券市場を作るためには、証券会社等の仲介業者についても市場原理に基づく競争が重要であり、参入・退出をより一層自由化することが必要である。同時に、参入・退出以外の当局の監督全般についても、免許制の在り方の見直しを含めて当局の介入をできる限り少なくし、自主的な経営を可能とするために総合的な見直しを行うことが必要である。

証券会社に対する監督として一般的な事前予防的監督を行うことは適当でない。証券会社等の自主的な経営を尊重し、ルールに従った活動を原則として自由に認めよう。例えば、ルール遵守状況について事後的監督を強化する行政が必要である。具体的には、健全性チェックの充実、破綻処理手続等の整備、不公正な取引についての行為規制及びこれらを担保するための体制の整備が必要である。

資産運用会社の参入規制の在り方についても、競争を一層促進しつつ、必要な投資者保護を図るための適格性を確保する観点から見直しを行う必要がある。また、参入規制のほかにも、証券投資信託における投資者保護を図るための行政の関与の一つとして証券投資信託約款の承認制度があるが、承認手続の一層の簡素化の観点から包括承認制を導入することが適当である。さらに、ディスクロージャーの徹底等所要の制度整備を行ったうえで届出制等に移行することが適当である。

⑨破綻処理制度等の整備

証券会社間の競争が行われる過程で、新たに参入する証券会社が増加すると同時に個別の証券会社の中には退出する証券会社の出現も予想される。したがって、今後は、投資家保護を図りつつ破綻処理制度等の環境整備を十分に行うことが必要である。具体的には、顧客資産の分別の徹底、顧客資産の返還手続の迅速化、寄託証券補償基金制度の整備・拡充を図る必要がある。

なお、先述の「論点整理」及びこれら三つのワーキング・パーティ報告書について、証券取引審議会総合部会は公表後、直ちにインターネット等の情報媒体に掲載し、広く一般からの意見を求めた。また、市場関係者や有識者から広く意見を集める試みとして、証券取引審議会の事務局が中心となって聴き取りを行った⁸⁾。

(4) 証券取引審議会デリバティブ特別部会における検討

証券取引審議会デリバティブ特別部会は、平成8年10月以降、デリバティブ取引の

多様化について審議を行った。デリバティブ取引は、新たなヘッジや資産運用のニーズに応える取引として、我が国においても取引規模が拡大していたが、諸外国と比べて特に有価証券関連のデリバティブ取引の種類が限られており、その多様化・拡充は、金融システム改革における検討課題としても位置付けられていた⁹⁾。

こうした問題意識の下、同特別部会は、平成8年12月11日に「証券取引所における個別株式オプション取引の導入について」¹⁰⁾を公表し、証券取引所における個別株式オプション取引の導入について肯定的に評価する部会の共通認識を明らかにした。同公表においては、個別株式オプション取引の導入は、仲介業者が投資家に対し多様なヘッジ手段や運用パフォーマンスを向上させる新たな商品を提供することを可能とし、投資家の利便に資すること、世界各国の取引所において既に導入が図られていること等から、価格操作等を排除するための市場管理について十分に配慮することができれば、現物市場・デリバティブ市場間での裁定機能をより有効に発揮させるとともに、現物市場の流動性を増大させ、価格形成の一層の効率化をもたらすとの考えが示された。また、導入に当たっては、①証券取引所において商品性・取引システムを適切に設計・構築すべきこと、②公正取引ルールが実効性をもって行われるよう、個別株式オプション市場と原株市場との間で整合性をもった市場管理体制が整備される必要があること、③売買高や建玉残高等に係るディスクロージャーを充実すべきであること、④仲介者は投資家に対してその利用方法やリスクについて周知徹底を行い、適合性原則を踏まえた投資勧誘を行う必要があることとの留意点が示された。これを受けて、東京証券取引所、大阪証券取引所において、同年7月より取引が開始された（本章第4節1（2）参照）。

同特別部会は、平成9年1月からは店頭における有価証券関連のデリバティブ取引の多様化について審議を行い、同年5月13日に報告書「有価証券関連の店頭デリバティブ取引について」¹¹⁾を取りまとめた。同報告書では、有価証券を原資産とする店頭デリバティブ取引のうち差金決済を行うものについては、取引所の相場を使った差金の授受を取引所外で行うことを禁止する証券取引法第201条の構成要件に該当するのではないかと疑義があり、また、有価証券の価格は確実に予見し得るものではないことから刑法上の賭博罪の構成要件に該当するのではないかと疑義もあり、これらが日本において有価証券を原資産とする店頭デリバティブを行う場合の法的制約となっているとされ、早急に所要の法的整備を行う必要があるとされた。具体的には、有価証券店頭デリバティブ取引の健全な発展のために①法的関係の明確化（有価証券を原資産とする店頭デリバティブ取引を定義付けるとともに、これらを証券会社等の業務として証券取引法等に規定する等の法令整備を行い、リーガル・リスクを取り除く）、②リスク管理体制の充実、③公正な取引のためのルール整備（不公正取引規制及び対顧客営業関係ルールの整備。）、④ディスクロージャーの徹底、⑤営業主の適格性と範

囲等について法令・ルールの整備を行う必要があるとされた。

なお、同特別部会は総合部会からの委託を受けてデリバティブ取引に係る審議を行ったという関係にあったため、同報告書は総合部会の最終報告書（本節3参照）の一部となった¹²⁾。この総合部会の最終報告書の内容は金融システム改革法に盛り込まれ、平成10年12月1日に実施された。

〔注〕

- 1) 『証券年報 平成9年版』85ページ。
- 2) 証券取引審議会総合部会「ワーキング・パーティ主査報告について」金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503.htm。
- 3) 証券取引審議会総合部会投資対象ワーキング・パーティ報告書「魅力ある投資対象」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f1.htm。
- 4) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。
- 5) 税制上、公社債の利子については、金融機関、証券会社、公共法人などの主体については源泉徴収が免除されているのに対して、個人、事業法人、非居住者などの主体は源泉徴収を受けている。このため、公社債流通市場においては、利子の源泉徴収を受ける公社債いわゆる課税玉と利子の源泉徴収を受けない公社債いわゆる非課税玉とが併存し、課税玉については、源泉徴収を受けない主体から忌避され、流通性が劣るものとなっている（証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm）。
- 6) 証券取引審議会総合部会市場仲介者ワーキング・パーティ報告書「顧客ニーズに対応した多様な投資サービス」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f3.htm。
- 7) 証券業務は、証券取引法第2条第8項により定義され、第28条において、ディーリング（売買）、ブローカレッジ（取次ぎ）、アンダーライティング（引受け）、セリング（売出し）の4種類の免許が規定されている。
- 8) 『証券年報 平成9年版』85ページ。
- 9) 橋本内閣総理大臣指示「我が国金融システムの改革～2001年東京市場の再生に向けて～」（平成8年11月11日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb7.htm。証券取引審議会総合部会「総合部会・論点整理」（平成8年11月29日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a501f2.htm。
- 10) 証券取引審議会デリバティブ特別部会「証券取引所における個別株式オプション取引の導入について」（平成8年12月11日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a502.htm。
- 11) 証券取引審議会デリバティブ特別部会「有価証券関連の店頭デリバティブ取引について」（平成9年5月13日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/

shoken/tosin/1a504.htm。

12) 『証券年報 平成9年版』82-84ページ。

3 証券取引審議会報告書「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」¹⁾

証券取引審議会は、証券市場改革を国民的改革とすべく様々なチャンネルを通じて得た多数の意見を踏まえ、三つのワーキング・パーティ報告書及びデリバティブ特別部会報告書を土台とし、報告書「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」(以下、「最終報告書」という。)を取りまとめ、平成9年6月13日に公表した²⁾。

最終報告書は、先述の「論点整理」、デリバティブ特別部会報告書、三つのワーキング・パーティ報告書が添付され、これらは一体となって証券市場の総合的改革の報告書を形成するものとなった。最終報告書は、これらの一連の報告書を土台として証券市場改革パッケージの全体像を示している。また、最終報告書では、実施のための具体的スケジュールが明示され、それに沿って進められていくべきであるとの提言がなされた³⁾。

その概要は以下のとおりである。

(1) 改革の背景と目的

1200兆円の個人金融資産のより有利な運用、次代を担う新規産業への資金供給、及びグローバルな資金供給という要請に応じていく必要があり、このためには金融システムの機能が適切に発揮されなければならない。中でもリスク・テイクとリスク分散に優れた証券市場への期待は大きい。

(2) 改革の基本的方向

① 漸進的規制緩和から抜本的市場改革へ

国外において活発に取引が行われているが、いまだ我が国において導入されていない商品・サービスの導入を図ることは急務であるが、単に国外で開発された商品を後追的に導入するだけでは我が国の市場をニューヨークやロンドンと並ぶ国際的な市場とするという目的は達成し難い。事前的な商品・業務規制を極力無くし、市場規律が発揮される競争的な環境を整備することが必要となる。そのうえで、投資家や企業が提供される様々な商品・サービスを的確なディスクロージャーを基に自らの判断で選択していくことにより、利用者のニーズに合致した商品・サービスが自然に生まれ育っていくようにすべきである。

②市場の枠組み整備の重要性

(i)公正で信頼感のある市場の整備

公正さを担保するルールが守られているとの信頼感が市場にとって最も基本的な要素である。しかし、今回の市場改革が目指す市場原理に導かれた自律的な市場の発展の枠組みの中では、仲介者に対する業務制限的監督により市場の健全性を確保するという伝統的な手法はとり得ない。事前予防的行政から事後的チェックを中心とした行政への転換、とりわけディスクロージャー及び公正取引に係るルールの整備やルールを実効あらしめるための監視・処分体制の充実が不可欠である。民事的な紛争が信頼できる形で迅速に解決されることも重要である。また、市場参加者には自己規律の精神が求められる。

(ii)市場基盤の整備

行政は、ルールの整備と並び、決済システムをはじめとした取引を支える市場の制度の整備においても重要な役割を果たさなければならない。また、民商法、税法、会計制度等の枠組みも市場のインフラとして重要な役割を担っている。金融取引に関しては、民商法や税制、会計制度についてもデファクト・スタンダード（事実上の規準）ともいべき枠組みができ上がりつつあり、これと大きくかい離した仕組みを持った市場は、市場利用者、とりわけプロの利用者から見放されていくこととなりかねない。

(3) 証券市場改革の進め方

今回の証券市場改革は、行政手法の改革や市場の制度的基盤の整備などを出発点としつつそれぞれ（市場利用者、仲介者、運営者など市場にかかわるすべての者）の改革の取組みをパッケージとして一体的に行うことを目指すものである。ある項目が他の項目の改革に及ぼす影響等を考慮し、当審議会としては、提示した改革項目のすべてをスケジュールに沿ってその法的な手当の面までを含め一体として成し遂げることが必要であると考える。

法改正を要する項目については、今後、証券取引審議会公正取引部会及び市場整備部会（仮称）においてその細目を検討し、できる限り早期に改革を実施に移すべきである。

(4) 改革の具体的内容

①投資対象（魅力ある投資対象）

(i)総論

投資家の多様化・複雑化したニーズに応えられる、多様な投資商品の供給が可能な仕組みを構築することが必要である。これは資金調達手段等の多様化を通じ

て企業活力の向上にもつながると考えられる。多様な投資対象及び資金調達手段が提供される仕組みの整備は市場活性化の基本的条件である。

(ii)多様な商品提供の枠組み

事前的な取扱い規制を無くし、自由な商品開発を促していくことが基本である。また、刑法・商法等の基本法との関係で問題があり国内において活用が制約されているものについて、必要な法整備等を早急に進めることにより多様な投資・資金調達手段を提供し得る環境整備を図るべきである。

(iii)デリバティブ商品の多様化

店頭デリバティブ取引の活用については賭博罪との関係の整理が必要となるが、こうした法的な整理を行うことにより、証券デリバティブを全面的に解禁し、様々な金融革新が生まれる環境を整備すべきである。

(iv)投資信託の整備

投資信託は、広範な層の投資家が証券市場に参加することを容易にする等の点で重要な商品である。投資信託を従来にも増して魅力あるものとするためには、投資信託の利便性の向上・商品の多様化（証券総合口座及び私募投信の導入、会社型投信の導入の検討）、販売チャンネルの拡充（銀行等の金融機関による投資信託の販売の導入）等、その制度の整備を図る必要がある。

(v)株式等の魅力の向上

投資対象の魅力は、究極的には証券の発行体たる企業等にどれだけの魅力があるかによって決まる。株式を魅力あるものとするためには、株主をより一層意識した経営を行うことが求められている。また、今次国会で商法改正等により実現したストック・オプション制度の一般的導入と自己株式消却の特例について積極的な活用が望まれる。

(vi)有価証券の定義の見直し

提供される商品の種類の拡大に併せ、有価証券の定義の見直しを行い、市場性のある投資商品を証券取引法による投資家保護の枠組みの中に取り込んでいくことが必要である。

今後、金融システムの全般的な改革において仲介者や投資商品・サービスの多様化が進んでいく中で、すべての市場参加者に横断的なルールを適用する新たな立法（いわゆる「日本版金融サービス法」）等も視野に入れた検討が行われるべきである。

(vii)証券税制

証券取引審議会としては、市場の効率化と市場の国際的競争力強化の観点からは、有価証券取引税及び取引所税について撤廃の方向での検討を要請する。また、デリバティブなど様々な商品が生まれてくることも踏まえれば、金融商品、金融

取引に対する課税の中立性、リスク・キャピタル供給の重要性等の観点から利子、配当、キャピタル・ゲインなど金融商品から生ずる所得に対する課税の在り方についても検討すべきである。

②市場（信頼できる効率的な取引の枠組み）

(i)総論

取引が行われる「場」においては、効率と公正の確保が何よりも重要となる。公正取引ルールを含む投資家保護のルールを定めたいうえで、できるだけ自由に取引ができるよう、様々な市場間で競争が行われていくことが必要である。

(ii)特色ある多様な市場

投資家の取引ニーズの多様化等に対応する観点から、(イ)取引所市場については、取引所内の取引システムの見直し・改善に加え、取引所集中義務の撤廃、(ロ)店頭登録市場については、取引所市場の補完との位置付けを見直すとともに、流通面の改善策の実施によりその機能強化を目指すこと、(ハ)未上場・未登録株式の証券会社による取扱いについては、公正性確保のためのルール整備を図りたいうえで認めることが適当である。また、市場を巡る基盤整備として、(ニ)取引・気配情報へのアクセスの改善、(ホ)証券取引・決済制度の整備、(ヘ)貸株市場の整備、等を進めていく必要がある。

(iii)市場の効率性と株式の持合いの問題

株式の持合いに関する議論で証券市場にとって最も重要な観点は、それが市場原理を通じた資源の最適配分と資本の効率的な利用などを阻害していないかという点である。その観点からは、持合いによる保有といえども株主として資本のリターンを常に検討し、経営に対するチェック機能を有効に働かせることが要請される。

(iv)個人投資家の主体的な市場参加

個人投資家にあっても自らの資産を自らの判断によって主体的に運用していく態度の確立が望まれる。

(v)公正で透明な市場の枠組み

(イ)証券会社の業務範囲の拡大、電子取引の利用の拡大、店頭デリバティブ取引の導入等に見られる取引形態の多様化等に対応し、利益相反行為の防止、相場操縦禁止やインサイダー取引禁止等について、関連するルールを拡充・整備していくことが必要である。

(ロ)証券取引法の行為規制違反に対する罰則についても再考し、中でもインサイダー取引について罰則の強化を図ることが適当である。

(ハ)証券取引等監視委員会の機能強化をはじめとする検査・監視・処分体制の充

実・強化が要請されるとともに、証券市場の自由化に適應した検査・監視手法を確立していくことが求められる。検査・監視当局への虚偽報告等に対する罰則強化も検討すべきである。

(ニ)より自由な環境の下で自主規制機関がその役割を適切に發揮していくことがますます重要になる。

(ホ)自主規制機関のあっせん等の制度を法制化するなどにより紛争処理手続の整備・充実を行うことが適当である。

(vi)ディスクロージャーの充実

投資対象のリスクとリターンを事前に投資家に十分周知しておくことが重要であり、透明で公正なディスクロージャーの整備を進めていくべきである。具体的には、会計制度の見直し（連結主体への転換、時価基準の在り方を含めた金融商品に係る会計基準、企業年金に係る会計基準等の検討）、公認会計士監査の充実・強化、ディスクロージャー情報へのアクセスの改善（ディスクロージャーの電子化、インターネットによる情報提供などの実施）を進めるべきである。また、投資家啓蒙活動を一層拡充していくことが望まれる。

③市場仲介者（顧客ニーズに対応した多様な投資サービス）〔詳細は本巻「証券行政」第2章及び第3章参照。〕

(i)総論

市場や商品の環境整備が行われる中でイノベーションの担い手となる仲介者の役割がますます重要になってくる。特に、証券市場改革が進む中で、顧客のニーズを敏感に取り入れ、多様で価値ある商品・サービスを開発・提供していく活力ある仲介者がより多く生まれてくる枠組みを整備することが必要である。

(ii)仲介者による多様な業務展開

証券会社の專業義務を廃止し、業務の多角化を認めるべきである。また、本体や子会社において行うことが必ずしも適当でないと考えられる業務についても、有効なリスク遮断を図ったうえで、持株会社の活用によりできるだけ自由に業務展開ができるようにすべきである。

(iii)株式売買委託手数料の自由化

多様な業務展開のインセンティブを提供するとの観点から、業務展開の自由度を保証したうえで手数料の完全自由化を進めるべきである。その進め方としてはまず、1998年（平成10年）4月に売買代金5千万円超にかかる部分を自由化し、その後、1999年（平成11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。

(iv)資産運用サービスの強化

投資信託委託会社、投資顧問業者といった資産運用業者が専門家として投資家の期待に応えられるよう、一層の運用能力の強化を図ることが重要である。例えば、投資信託に係る運用指図の外部委託の解禁、私募投信の導入、未上場・未登録株式の投資信託への組み入れ解禁等により、投資信託のより効率的な運用が行い得る仕組みを構築していくべきである。証券会社についても資産運用サービスの充実が求められ、不正行為防止及び利益相反防止等のためのルールを整備しつつ、ラップ・アカウントを導入していくことが適当である。さらに、格付・評価機関、アナリスト、ファイナンシャル・プランナーなども一層大きな役割を果たすことが期待されている。

(v) 仲介者の監督の在り方及び参入規制

仲介者の監督に当たっては事前予防的な制限は極力なくすべきである。参入規制はできるだけ自由な参入が保証される仕組みとすべきであり、証券会社の免許制を改め登録制を原則とすべきである。銀行からの参入については、銀行系証券子会社の残余の業務制限を平成11年度（1999年度）下期中に撤廃することが適当である。

(vi) 証券会社の健全性確保と投資家保護の枠組み

証券会社の業務及び経営の健全性を確保していくため、自己資本規制を、実際のリスクをよりの確に反映するよう見直すとともに、証券会社の経営内容のディスクロージャーを充実するなどの業務及び財務の健全性のチェックを充実すべきである。また、顧客資産の分別管理の徹底、寄託証券補償基金制度の充実等の破綻処理を含む退出に関連する制度の整備が必要である。

（5）証券市場改革のスケジュール

上記（4）に掲げた証券市場改革の各項目のスケジュールは表5-3-3のとおりである。

このように、証券取引審議会の最終報告書は証券市場に関する総合的な改革について具体的な手段をスケジュールとともに示したが、その「結び」において、今後の課題等について、「以上のような改革を実現させれば、我が国の市場は、制度面において、欧米と比べて遜色の無いものとなる。しかし、〔中略〕以下のような点についての取組みいかんが、我が国市場の在り方を最終的には決定付けると考えられる。一つは民商法等の基本法制の問題であり、〔中略〕今一つには〔中略〕証券税制の在り方の問題である。〔中略〕しかしながら、市場の再生において最も基本的なことは、我が国の仲介者、企業、投資家が新たに獲得した自由をどう活用するかである。〔中略〕すべての市場参加者が自由を最大限に活用し、主体性と高い倫理観に裏打ちされた規律をもって行動することが望まれる」と記している。

表 5-3-3 証券市場改革のスケジュール

	1997 年度	1998 年度	1999 年度	2000 年度	2001 年度
I. <u>投資対象</u> (魅力ある投資対象)					
(1) 新しい社債商品の導入					
(2) 証券デリバティブの全面解禁					
(3) 投資信託の整備					
①証券総合口座の導入					
②銀行等の投信窓販の導入					
③私募投信の導入					
④会社型投信の導入					
(4) 有価証券定義の拡大				----->	
(5) 企業活力の向上と資本の効率的利用の促進					
II. <u>市場</u> (信頼できる効率的な取引の枠組み)					
(1) 取引所取引の改善と取引所集中義務の撤廃					
(2) 店頭登録市場の流通面の改善					
(3) 未上場・未登録株の証券会社による取扱いの解禁					
(4) 貸株市場の整備					
(5) 証券取引・決済制度の整備				----->	
(6) 検査・監視・処分及び紛争処理体制の充実				----->	
(7) ディスクロージャーの充実				----->	
III. <u>市場仲介者</u> (顧客ニーズに対応した多様なサービス)					
(1) 株式委託手数料の自由化					
(2) 証券会社の専業業務の撤廃と業務の多角化					
(3) 持株会社の利用					
(4) 資産運用業の強化					
(5) 証券会社の健全性チェックの充実					
(6) 仲介者の参入規制の改革					
①免許制から登録制への移行					
②相互参入の促進 (業態別子会社の業務制限の撤廃)					
(7) 破綻処理制度の整備					
①分別管理の徹底					
②寄託証券補償基金の充実					
証券税制の見直し					
新金融行政体制への移行					

(出所) 証券取引審議会「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」(平成9年6月13日) 内閣府経済社会総合研究所ウェブ・ページ http://www.esri.go.jp/prj/sbubble/data_history/5/makuro_kei09_1.pdf.

〔注〕

- 1) 証券取引審議会「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」(平成9年6月13日)金融庁ウェブ・ページ http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm。
- 2) 『証券年報 平成9年版』85-90ページ。
- 3) 「証券取引審議会報告書「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために」について」『ファイナンス』平成9年7月号 36-42ページ。

4 法制化に向けた検討等

(1) 法制化に向けた検討

証券取引審議会の最終報告書に記された具体的改革項目については、同報告書で示されたスケジュールに沿い、法制面の整備まで含めて一体的に実施された。法制面の整備を中心とした検討については、証券取引審議会の公正取引部会（公正取引特別部会を改称。）、市場整備部会の二つの部会で審議が重ねられた¹⁾。

公正取引部会においては公正取引ルールの整備等に関する審議が行われ、平成9年11月には公正取引ルールの整備、行為規則違反の罰則強化、民事紛争処理制度の整備・充実に関する審議が行われるとともに審議資料が公表され、意見募集が行われた。

また、その他全般的な措置を審議するために設置された市場整備部会においては、同年10月に「投資対象」（有価証券デリバティブの全面解禁、証券投資信託制度等の改革、有価証券の定義の拡大、企業活力向上のための資金調達手段等の充実（ABSの拡大）、新株発行の弾力化）、同年11月に「市場」（取引所集中義務の撤廃に向けた環境整備、取引所市場の在り方の見直し、私設取引システムへの対応、店頭登録市場の位置付けの見直し、少額公募に係る開示制度の整備、上場に関する規定の見直し、貸株市場整備及び証券金融会社関連規定の見直し、証券決済制度の整備、先物・オプション取引に係る証拠金の分別管理）、同年12月に「市場仲介者」（株式売買委託手数料の自由化、証券会社の参入規制・監督の在り方の見直し、証券会社及び資産運用業者に対する業務規制の見直し、証券会社の健全性チェックの充実、証券会社の破綻処理制度の整備、自己株式取得に係る開示制度の充実）に係る審議がなされ、審議資料の公表、意見募集が行われた。その後、両部会とも、平成10年年初にかけて審議が重ねられた。こうした審議を踏まえ、平成10年通常国会に金融システム改革を一体的に進めるうえでの中核を成す金融システム改革法が提出された。

(2) 金融・証券関係の規制の撤廃等について

証券取引審議会等における審議と並行して、法改正を伴わない項目に係る規制緩和等の措置が順次講じられていった（各措置の詳細は本章第4節を参照されたい）。

平成9年6月には、①MTN（ミディアム・ターム・ノート）について証券取引法上の発行登録制度に関する改善²⁾、②証券取引法上の有価証券の定義の拡大（住宅ローン債権信託受益権につき、銀行等の貸付債権の信託受益権に拡大）、③東京証券取引所における外国株券の売買取引及びその決済をDR（預託証券）形態により行う方式の導入、④ストック・オプション制度を一般的に導入するための商法の一部改正の施行、⑤利益消却のための自己株式の取得の特例を創設するための株式消却特例法の施行がそれぞれ実施されたほか、⑥企業会計審議会より連結主体のディスクロージャーへの転換に関する最終意見書及び金融商品の会計基準に関する中間報告が公表された（本章第7節3（1）、本章第7節3（2）参照）。また、同年7月には、⑦東京証券取引所及び大阪証券取引所において個別株式オプションの取引が開始されたほか、⑧店頭登録市場における借株制度の導入や、⑨証券会社による未上場・未登録株式の取扱いを解禁する措置が講じられた。

さらに、大蔵省は、平成9年7月31日に「金融・証券関係の規制の撤廃等について」³⁾を公表し、証券取引審議会の最終報告書、金融制度調査会答申を踏まえ、以下の措置を講ずる旨を表明した。

- ①MMF、中期国債ファンドに係る入金単位、解約に関する制約を平成9年8月1日より撤廃する。
- ②証券総合口座について、(i)証券会社の兼業業務として公共料金等の収納代行業務を行うことができることとする、(ii)金融機関の預金と中期国債ファンドとの間の自動振替及び証券アンサー・システムを利用した取引に係る規制を撤廃する、等の措置を実施したうえで、平成9年10月1日より導入する。
- ③証券投資信託関係について、(i)銀行等の投資信託委託会社への店舗貸しによる直接販売を平成9年12月1日より実施する、(ii)未上場・未登録株式について、平成9年9月1日より、一定の範囲内で投資信託への組入れを認める、(iii)新規に設定される投資信託約款の承認に当たって、平成9年8月1日より、その約款が既に承認を受けている投資信託約款と同一の内容である場合には、当該既に承認を受けている約款の承認をもって、新たに設定される投資信託に係る約款の承認があったものとする（投資信託約款の包括承認）、(iv)投資信託委託会社の法定帳簿について、平成9年8月1日より、一定の要件を満たす電磁的方法等による保存を認める。
- ④永久債について、社債申込証及び社債券面に「社債償還の期限」として例えば「会社を清算するときに償還する」等の記載が付されれば、不確定期限の付された社債として商法上適法であると解される（法務省と協議済みのうえでの解釈の明確化）。
- ⑤株式投資単位について、「株価が一定の水準に達すれば一単位の株式の数を所定

の数に変更する」旨の条件付きの定款変更の決議が行われた場合には、これに基づく投資単位の引下げは可能であると解される（法務省と協議済みのうえでの解釈の明確化）。

- ⑥業態別子会社の業務範囲について、(i)証券子会社については、エクイティものの流通業務、株価指数先物・株価指数オプション取引（現物株式の受渡しを伴う取引を除く。）を平成9年10月1日より解禁し、(ii)信託銀行子会社については、合同運用指定金銭信託（除く貸付信託）、年金信託を除くすべての金銭の信託業務を平成9年10月1日より解禁する。

〔注〕

- 1) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』平成10年7月号 3-13ページ。
- 2) MTNについては、金融システム改革の一環として、平成9年3月28日、大蔵省・法務省は共同で「居住者国内MTN導入に係る環境整備について」を公表した。そこで、①取締役会による授権の範囲の明確化、②発行登録制度の改善措置を公表した（『証券年報 平成9年版』11ページ）。
- 3) 大蔵省「金融・証券関係の規制の撤廃等について」（平成9年7月31日新聞発表）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb33.htm。

第4節 金融システム改革の具体化

金融システム改革の各施策は、前節記載のとおり、証券取引審議会等において具体的な検討が行われた。多岐にわたる改革項目のうち法改正を伴わないものについては、審議会における検討と並行して実施に移されていき、法改正を伴うものについては、証券取引審議会最終報告書（平成9年6月）等に加えて同審議会の公正取引部会及び市場整備部会における審議も踏まえ、金融システム改革法案として成案が取りまとめられた。金融システム改革法は、平成10年の通常国会に法案が提出され、同年6月5日に成立し、一部を除き同年12月1日に施行された。また、これに先立つ平成9年秋の臨時国会では、金融持株会社の導入のための法整備と金融関係の罰則整備が行われた。

この間の平成10年6月22日には、金融監督庁が発足し、銀行、証券会社等の検査・監督、証券取引等の監視等の権限が金融監督庁に移管された。金融制度・証券取引制度の企画・立案等は引き続き大蔵省が担うこととされたことから、金融システム改革法に関する政省令等の整備、とりわけ本編の対象事項である証券市場の整備に関するものについては、大蔵省金融企画局（証券局と銀行局とを統合。）を中心に検討が行われた。

本節では、金融システム改革の具体化について、証券取引審議会最終報告書において提示された「投資対象」、「市場」、「市場仲介者」の3分野に沿ってそれぞれの内容について述べることとする。なお、市場仲介者の整備全体については本巻「証券行政」を参照されたい。また、公正取引ルールの整備に関しては第6節で、連結財務諸表制度の見直し等ディスクロージャーに関する事項については第7節で取り上げる。

1 投資対象¹⁾

(1) 社債を中心とした商品の自由化・多様化

金融システム改革では、多様な投資対象及び資金調達手段が提供される仕組みを整備するため、事前的な取扱い規制を無くし、自由な商品開発を促していくことが基本に据えられていた。商品の自由化という点では、社債については、既に商品性規制の撤廃等により多様な社債商品が出現していたが、国外で普及している商品の中には、刑法・商法等の基本法との関係で問題があり、依然として、国内においてその活用が制約されているものが見られていた。そこで、残された永久債やリンク債などに関して刑法・商法等の考え方との関係を調整し、商品の多様化を徹底することとされた²⁾。

永久債は、発行会社が存続している間は元本を償還しないという内容の社債であるが、商法では、社債申込証及び社債券面に社債償還の期限を記載することが求められていたため、永久債の償還期限の定め方として「期限なし」という定め方が可能かどうかの法的論点が存在していた。そこで、金融システム改革では、永久債の解釈を明確化させるために、平成9年7月31日に大蔵省は「金融・証券関係の規制の撤廃等について」³⁾を公表し、永久債については、社債申込証及び社債券面に「社債償還の期限」として、例えば「会社を清算するときに償還する」というような記載が付されれば、不確定期限の付された社債として商法上適法であると解される、とした⁴⁾。

デリバティブを活用した債券には、リンク債（日経平均株価などの株価指数に応じて償還価格が変動する債券）や、他社株転換社債（EB(Exchangeable Bond)債：償還時に指定された特定の株の価格によって償還条件が変わる債券）がある。これらについては、平成7年2月の日米包括協議において、証券取引法第2条の「有価証券」の定義に該当する旨が確認されていたが、刑法の賭博罪や証券取引法第201条⁵⁾の構成要件に該当する疑義があることから、いわゆるリーガル・リスクがあるとして国内での販売は行われていなかった。そのため、金融システム改革法による証券取引法改正によって、有価証券を原資産とする店頭デリバティブ取引（本節1（2）参照）の定義付け及び証券会社の業務としての規定がなされると同時にリンク債等に係る法制上の取扱いが明確化された⁶⁾。

また、平成10年6月には、大型私募債ルールの見直しが行われ、転売制限とともに買受制限と直接発行の制限の撤廃がなされた⁷⁾（第2章第3節2（2）参照）。

（2）デリバティブ商品の多様化

①個別株式オプション取引の導入

個別株式オプション取引については、平成8年12月に証券取引審議会デリバティブ特別部会から、導入についての前向きな認識とともに、導入に当たっての留意点が表示されていた。これを受け、平成9年3月18日に東京証券取引所、大阪証券取引所では、決済や権利行使、取引銘柄の選定基準など個別株式オプション取引の具体的な仕組み等を定めた株券オプション取引制度要綱が決定され、これに沿って規則等の改正がなされた。また、同年5月30日には「証券先物取引等に関する省令の一部を改正する省令」等が公布され、委託証拠金額の設定や証券会社に係る各種禁止行為規定の整備等が図られた。これらを受け、東京証券取引所、大阪証券取引所において、同年7月18日に上場され取引が開始された。⁸⁾

②証券デリバティブの全面解禁

有価証券関連の店頭デリバティブ取引については、法的制約（有価証券を原資産

とする店頭デリバティブ取引のうち差金により決済する取引については、有価証券市場の相場を用いた差金授受を有価証券市場によらないで行うことを禁止する証券取引法第201条の構成要件に該当するのではないかとの疑義や、有価証券の価格は確実に予見し得るものではないことから、刑法上の賭博罪の構成要件にも該当するのではないかとの疑義。)があったことから、諸外国に比べて多様性に欠けるという問題が生じていた。このため、証券取引審議会デリバティブ特別部会において検討がなされ、平成9年5月13日には「有価証券関連の店頭デリバティブ取引について」が取りまとめられ、早急に所要の法整備を行うこととされた。⁹⁾

そこで、金融システム改革法による証券取引法の改正により、有価証券店頭デリバティブ取引を定義して、同取引に係る業務を営むことを証券業とする¹⁰⁾とともに、証券取引法第201条を改正し、有価証券店頭デリバティブ取引に係る違法性の疑義を法令上明確に解消¹¹⁾するほか、取引の公正で健全な発展のために公正取引ルールについて所要の規定の整備を行ったうえで、有価証券店頭デリバティブ取引を導入することとした。また、銀行等の金融機関も一定の範囲で有価証券店頭デリバティブ取引に係る業務を営業として行うことができるよう、証券取引法、銀行法等について所要の改正を行った。なお、この一環として、金融システム改革法による証券取引法の改正により、カバードワラント(株式等を一定の価格で買い取る権利や株価指数の変動に伴う差額を受け取る権利等を表象する証券)を有価証券として位置付けた。¹²⁾

(3) 資金調達手段の充実等

①ABS(資産担保型証券)の利用拡大

債権等の流動化(証券化)に関する法制度は、平成4年の「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」制定以降、数次にわたり整備が行われてきたが、流動化(証券化)が円滑に行われるためには、民法上の第三者対抗要件の問題や、特定目的会社(SPC)に対する商法上の問題等の解決が必要とされてきた。また、それまで流動化の対象資産の中心は、クレジット・リース債権、売掛債権等の比較的低リスクの低い資産であり、不良債権、不動産といった比較的高リスクの資産の流動化は必ずしも進まず、そのため比較的高リスクの資産の証券化を可能とする法的枠組みが望まれていた。こうした中、不良債権処理の促進のために平成9年3月31日に関係省庁等からなる担保不動産等関係連絡協議会で策定された「担保不動産等流動化総合対策」において、SPC方式については、その法的整備の検討を含め平成10年度の本格導入に向けて進捗させることが示された。さらに、投資対象ワーキング・パーティ報告書においても、企業活力の向上のための資金調達手段等の充実の観点から、ABSの利用拡大の必要性が示され、発行時の障害を解決する方向で法律

上の手当が講じられるべきであるとの考えが示された。

これらを受け、平成10年2月3日、大蔵省銀行局審議官の懇談会である「SPC法のあり方に関する懇談会」において「論点整理（中間報告）」が取りまとめられ、これを踏まえ、SPC法及びSPC整備法が平成10年6月5日に成立、同月15日に公布された（同年9月1日施行）。SPC法及びSPC整備法により、不良債権、不動産といった比較的高いリスクの資産の流動化を進めるための新しい枠組みが提供され、ディスクロージャーの拡充及びコーポレート・ガバナンス機能の強化等による投資家保護が措置されるとともに、デット型証券、エクイティ型証券の同時発行を可能とし、米国で不動産の証券化の代表的商品となっていたREITに類似した資産流動化スキームが実現された。また、流動化（証券化）という特定の目的のために存在し得る特定目的会社が、商法上の会社とは異なる新たな法人として創設され、一定の要件の下で税制上の優遇を行うこととされた。なお、投資家保護のための措置として、同法に規定される特定社債券、優先出資証券を証券取引法上の有価証券とすることとされた。続いて同年10月1日には、「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」（平成10年法律第104号）が施行され、債権譲渡に係る登記制度が導入された¹³⁾。

②MTN（ミディアム・ターム・ノート）の利用促進

MTNは、発行会社が証券会社等との間で、あらかじめ定める発行枠の範囲内で社債を反復・継続的に発行することを取り決める契約であり、企業の資金調達の円滑化、証券市場の活性化に資する等から、国内においても早急に導入することが望まれた。MTNの国内への導入に当たっては、社債発行を取締役会の決議事項とする商法の規定との関係、すなわち社債発行に当たり取締役会が代表取締役に授権できる範囲を明確化することが必要であり、また、発行登録制度を、機動的な証券発行に対応し得よう改善する必要があった¹⁴⁾。

これらについてはまず平成9年3月28日に、大蔵省・法務省新聞発表「居住者国内MTNの導入に係る環境整備について」¹⁵⁾によって社債発行決議に係る取締役会による代表取締役への授権の範囲が明確化されるとともに発行登録制度の改善の内容が示された。このうち発行登録制度の改善については、同年6月1日に改正開示省令が施行され、発行登録追補書類の記載事項の簡素化等が行われた。さらに、改正開示省令が平成11年4月1日に施行され、非公開企業による利用も可能となり、発行登録制度の利用適格要件が緩和された。¹⁶⁾

③DR（預託証券）による外国株式の上場等の円滑化

外国株券の売買取引の決済については、従来、外国株券振替決済制度による口座

振替で行われていたが、諸外国においてはDR（預託証券）の利用が定着していた。そのため、投資家保護等の問題に配慮しつつ、外国株式への投資機会の増大、外国企業の上場促進等の観点から、DRの上場を可能とするための措置を検討した。その結果、平成9年6月、東京証券取引所において外国株券の売買及び決済を外国で発行されるDRの形態で行う方式が導入された。さらに、金融システム改革法による証券取引法改正によって投資家保護を徹底する観点からDRが有価証券として定義されたことに伴い、東京証券取引所において「業務規程」等が改正され、DRそのものを上場する方式に改められた。¹⁷⁾

④ストック・オプションの利用の拡大

投資対象の魅力は、究極的には証券の発行体たる企業等にどれほどの魅力が備わっているかによって決まる。資本を調達する側が資本を有効に活用でき、その果実を投資家に十分に還元する意志があって初めて、金融技術を駆使することにより、さらに魅力のある投資対象を生み出すことができる。そこで、金融システム改革では、ストック・オプション制度や、自己株式消却の特例（後述）の積極的活用が検討された。¹⁸⁾

ストック・オプション制度は、会社の業績向上による株価の上昇が役員・従業員の利益に直接結び付くことによって役員・従業員への強力なインセンティブとして機能し、これが、株主重視の経営を促し、企業の活性化、ひいては株式市場の活性化にも効果をもたらすものと期待されていたが、日本においては、新規事業法によるものや新株引受権付社債を利用したもの（第2章第3節5（2）参照）など限定的な形でのみ実施されている状況にあった。そのため、商法を改正し、これを一般的に導入する枠組みを設けることが適当であると考えられた¹⁹⁾。また、平成9年3月28日閣議決定の「規制緩和推進計画（再改定）」においても、ストック・オプション制度の一般的導入について、平成9年度中に結論を得て、平成10年度早期に導入するとの方針が示されていた。

こうした中、議員立法による「商法の一部を改正する法律」が平成9年5月21日に公布され、これにより、一般的なストック・オプション制度は前倒しで導入されることとなった。ストック・オプション制度の具体的なスキームとして「自己株式方式」と「ワラント方式」の二つの方式が創設された。このうち「自己株式方式」は取締役又は使用人にストック・オプションを付与するために自己株式の取得を行うことができるというもので、定時株主総会の決議により、配当可能利益の範囲内で、市場買付け又は公開買付けにより、発行済株式総数の10%以内で自己株式を取得することが認められた²⁰⁾。また、ストック・オプションの権利行使期間は10年間とされた。一方、「ワラント方式」は、定款の定めがある場合には株主総会の特別

決議により取締役又は使用人に新株引受権を付与することができるというもので、発行済株式総数の10%以内の範囲で発行でき、権利行使期間は同じく10年間とされた。同法における自己株式方式に係る条項は同年6月1日に、ワラント方式に係る条項は同年10月1日に施行された。これらストック・オプション制度の導入に伴い、開示省令の改正（ストック・オプションの付与の状況についての開示等）、株式公開制度の見直し（公開前の第三者割当増資規制の不適用等）などが行われた²¹⁾。

なお、「自己株式方式」と「ワラント方式」との併用は、平成9年の制度導入当初は認められていなかったが、その後、会社分割制度の創設等を内容とする平成12年の商法改正において、これらの併用が認められることとなった。これは、会社分割の類型のうち吸収分割（既存の他の会社に承継する会社分割）の場合、ストック・オプションの方式が異なるとその引継ぎが認められなくなるという不都合を回避すること等を考慮して行われたものであった²²⁾。

⑤利益消却のための自己株式取得の促進

利益消却のための自己株式取得は、ROE（株主資本利益率）の改善による投資対象としての株式の魅力の向上や株式市場における需給のタイト化などに大きな効果がある。平成6年の商法改正により、定時株主総会の決議により利益消却を行う仕組みが設けられた（第2章第3節5（2）参照）が、その仕組みでは定時株主総会の時には予見できなかった経済情勢や会社の業績等の変化に対応できないとの問題があったことから、商法との調整を図り、利益消却のための自己株式取得を一定の条件の下に取締役会決議に委ねることにより、利益消却を機動的、弾力的に行い得る仕組みを設けることが適当であるとされた。²³⁾

こうした中、前述のストック・オプション制度の導入に係る商法改正とともに、議員立法により株式消却特例法が制定され、利益消却のための自己株式取得についての特例が設けられた。具体的には、公開会社（上場・店頭登録会社）は、定款の定めがある場合において、経済情勢、当該会社の業務又は財産の状況等を勘案して特に必要があると認めるときには、（定時株主総会ではなく）取締役会の決議により、自己株式を取得して、これを消却することが可能となった。この場合の財源規制として、中間配当財源から実際に中間配当した金額を控除した額の2分の1を上限とする旨が定められた。また、同法に基づく自己株式取得の決定もインサイダー取引規制上の重要事項とされた²⁴⁾。同法は同年6月1日に施行された。²⁵⁾

その後、株式消却特例法は改正され（平成10年3月30日公布、同日施行）、平成12年3月31日までの2年間の時限措置として、定款の定めをもって、取締役会の決議により、（利益でなく）資本準備金をもって自己株式を取得して消却することができることとなった²⁶⁾。財源規制としては、資本準備金及び利益準備金の合計額から

資本の4分の1相当額を控除した額を上限とする旨が定められた。同法は、平成10年3月30日に施行された²⁷⁾。この資本準備金による株式消却制度は、平成12年3月の議員立法²⁸⁾により、平成14年3月31日までへと、2年間延長された。なお、この間の平成11年3月31日には、「土地の再評価に関する法律」（平成10年法律第34号。以下、「土地再評価法」という。）が改正され（平成11年法律第24号、平成11年3月31日公布・施行）、平成13年3月31日までの2年間の措置として、定款の定めをもって、取締役会の決議により、事業用土地の再評価差額金（3分の2が上限。）をもって自己株式を取得して消却できることとされた（本章第7節1（5）参照）。

⑥株式の投資単位の引下げ

証券取引審議会総合部会の投資対象ワーキング・パーティ報告書において、個人投資家の証券市場への参入を促進するためには、株主権の保護を図りつつ、株式投資単位の引下げを機動的に行い得るようにすることが望ましく、その方策として、商法においても条件付きの株主総会決議が有効であるとされていることにかんがみ、例えば、株価が一定の水準に達したときくり直しを行うとの条件付きの定款変更を株主総会の特別決議として実施するなどの方法が考えられるとの指摘がなされていた²⁹⁾。

そこで、平成9年7月31日に大蔵省が公表した「金融・証券関係の規制の撤廃等について」において、大蔵省と法務省との協議済みの見解として、「株式投資単位について、『株価が一定の水準に達すれば一単位の株式の数を所定の数に変更する』旨の条件付きの定款変更決議が行われた場合には、これに基づく投資単位の引下げは可能であると解される」旨が明確化された³⁰⁾。

（4）有価証券の定義の見直し

有価証券の定義は、証券取引法の適用対象の範囲を定める基本的な概念である³¹⁾。

証券取引法上の有価証券の定義に関して、平成9年6月には、有価証券とみなされる信託受益権の範囲が拡大された。有価証券とみなされる信託受益権の具体的な範囲は、銀行等の貸付債権の信託受益権のうち「住宅ローン債権」の信託受益権に限定されていたが、これを定めていた証券取引法施行令が改正され、その範囲が「貸付債権」の信託受益権に拡大された³²⁾。

また、金融システム改革法による証券取引法の改正により、会社型投信、すなわち証券投資法人（本節2（3）参照）の投資証券、カバードワラント（本節1（2）参照）、DR（本節1（3）参照）が新たに証券取引法上の有価証券として定義されるなど、有価証券の定義規定の整備が行われた。また、平成10年9月1日に施行されたSPC法（本章第2節1及び本節1（3）参照）に規定する「特定社債券」及び「優先出資証券」も、

SPC整備法による証券取引法の改正により証券取引法上の有価証券として定義された。

〔注〕

- 1) 証券投資信託制度については本節2で取り上げる。
- 2) 証券取引審議会総合部会投資対象ワーキング・パーティ報告書「魅力ある投資対象」(平成9年5月16日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f1.htm。証券取引審議会「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」(平成9年6月13日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm。
- 3) 大蔵省「金融・証券関係の規制の撤廃等について」(平成9年7月31日新聞発表) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb33.htm。
- 4) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 5) 有価証券市場の相場を用いた差金の授受を有価証券市場によらないで行うことを禁止する。
- 6) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
 なお、この後の平成12年4月には、東京証券取引所に交換社債市場が創設された。同取引所の債券市場としては、昭和61年3月の新株引受権証券の上場以来、14年ぶりの新型商品の上場となった。交換社債とは、社債券の保有者の「請求」により、社債発行会社ではなく他の会社の既発行株券(交換対象株券)により償還が行われる社債であり、他社株転換可能社債(EB債)と似ているものの、EB債が償還時の株価の水準によっては交換対象株券での償還が強制されるのに対し、交換社債は社債券の保有者の請求により交換対象株券による償還を受けることができることが特徴であった(神山正二「交換社債市場の創設」『月刊 商事法務』平成12年5月25日号 23-27ページ。『創立40周年記念 東京証券取引所資料集 制度編』(平成3年、東京証券取引所) 17-18ページ)。
- 7) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。日本証券業協会『公社債年鑑 平成10年版』10ページ、12ページ。
- 8) 「個別株式オプション取引の導入に向けて」『月刊 商事法務』平成9年6月25日号 12-17ページ。『月刊 資本市場』平成9年4月号 40-41ページ、92ページ。『月刊 資本市場』平成9年8月号 91ページ。
- 9) 証券取引審議会デリバティブ特別部会「有価証券関連の店頭デリバティブ取引について」(平成9年5月13日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a504.htm。
- 10) 「有価証券の店頭デリバティブ業務」は、「業務の専門性が高く、高度のリスク管理が求められる」ため、有価証券の元引受業務、私設取引システム(PTS)とともに認可制とされた『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 11) 証券取引法第201条第2項が新たに設けられ、①証券会社等が一方の当事者となる有価証券店頭デリバティブ取引又は②証券会社等が媒介、取次ぎ、代理を行う有価証券店頭デ

リバティブ取引については、同法第201条第1項は適用しないこととされた。

- 12) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』平成10年7月号 3-13ページ。『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン））』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。証券取引審議会総合部会投資対象ワーキング・パーティ報告書「魅力ある投資対象」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f1.htm。
 - 13) 「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律及びその関係法律の整備法について」『ファイナンス』平成10年7月号 14-20ページ。証券取引審議会総合部会投資対象ワーキング・パーティ報告書「魅力ある投資対象」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f1.htm。「担保不動産等流動化総合対策」（平成9年3月31日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb29.htm。『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン））』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
 - 14) 証券取引審議会総合部会投資対象ワーキング・パーティ報告書「魅力ある投資対象」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f1.htm。
 - 15) 大蔵省・法務省「居住者国内MTNの導入に係る環境整備について」（平成9年3月28日新聞発表）（『証券年報 平成9年版』11ページ。）。
 - 16) 『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン））』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
 - 17) 証券取引審議会総合部会投資対象ワーキング・パーティ報告書「魅力ある投資対象」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f1.htm。『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン））』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』（平成12年、東京証券取引所）36ページ。
- このほか、金融システム改革の一環として、外国証券への投資機会の拡大に関連する施策として外国有価証券市場の「指定制度」の見直しが行われた。従来は、一般投資家に投資勧誘のできる外国証券は、日本証券業協会が指定した外国証券取引所又は外国店頭市場で取引されているもの等に限られていたが、平成10年12月以降は、同協会が定めた一般投資家に投資勧誘し得る外国証券取引所又は外国店頭市場の要件に合致しているかどうかを証券会社が確認するという方式に改められた（『証券業報』平成11年1月臨時増刊号）。
- 18) 証券取引審議会「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」(平成9年6月13日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm。『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン））』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
 - 19) 証券取引審議会総合部会投資対象ワーキング・パーティ報告書「魅力ある投資対象」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f1.htm。
 - 20) 自己株式方式のストック・オプション制度は、使用人への譲渡（従業員持株会への譲渡）を目的とする自己株式取得に係る規定の改正により手当てされた。改正前は、取得可能な自己株式数は発行済株式総数の3%以内であったが、今次改正によりこれが10%に引き

上げられた（これにより従業員持株会への譲渡を目的とする自己株式取得も発行済株式総数の10%まで可能となった。）。また、市場買付けだけでなく、公開買付けも認められることとなった。

- 21) 「ストック・オプション制度に関する商法改正等について」『旬刊 商事法務』平成9年6月15日号 11-14ページ。「商法改正・株式消却特例法の制定等に伴う企業内容等の開示に関する省令等の改正〔上〕」『旬刊 商事法務』平成9年6月15日号 15-26ページ。
- 22) 「会社分割法制の創設について〔上〕—平成12年改正商法の解説—」『旬刊 商事法務』平成12年6月25日号 4-13ページ。
- 23) 証券取引審議会総合部会投資対象ワーキング・パーティ報告書「魅力ある投資対象」(平成9年5月16日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f1.htm。
- 24) 株式消却特例法及び「土地の再評価に関する法律」(後述)に基づく自己株式取得に係るインサイダー取引規制の適用関係については、本章第6節3を参照されたい。
- 25) 「議員立法による商法の一部を改正する法律案等の国会提出—ストック・オプション制度導入、自己株式の利益消却の促進のための緊急立法—」『旬刊 商事法務』平成9年5月5日号 2-32ページ。
- 26) 「株式消却特例法の改正等について」『旬刊 商事法務』平成10年4月25日号 4-7ページ。
- 27) 同法の施行後最初に召集される株主総会までの間は、定款に定めがなくとも取締役会の決議を行うことができる旨の特例が設けられた。
- 28) 「株式の消却の手続に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律の一部を改正する法律」(平成12年法律第28号)。
- 29) 証券取引審議会総合部会投資対象ワーキング・パーティ報告書「魅力ある投資対象」(平成9年5月16日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f1.htm。
- 30) 大蔵省「金融・証券関係の規制の撤廃等について」(平成9年7月31日新聞発表) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb33.htm。
- 31) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 32) 「担保不動産流動化総合対策に係る「証券取引法施行令の一部を改正する政令」の公布等について」『証券業報』平成9年5月号 78-80ページ。

証券取引法第2条第2項は、証券取引法上の有価証券とみなされる権利を定めており、当時の同項第1号では金融機関又は住宅金融専門会社の貸付債権の信託受益権のうち政令で定めるものと規定した上で、これを受けた証券取引法施行令第1条の3において、住宅ローン債権信託受益権に限定していた。しかしながら、当時、住宅ローン債権信託受益権と同様のスキームによる一般貸付債権信託の発行残高が住宅ローン債権信託受益権を上回る状況となり、同号の定義を住宅ローン債権信託受益権に限定しておく意味がなくなったと考えられたほか、平成9年3月31日に発表された政府の担保不動産等関係連絡協議会の「担保不動産流動化総合対策」において、金融機関の不良債権処理の解決策の一つとして、貸付債権の信託受益権の有価証券指定について指摘されていた。

2 証券投資信託制度の改革

投資対象の中でも投資信託は、広範な層の投資家が証券市場に参加することをより容易なものとし、投資家の資産運用に厚みと幅を与えるという点で重要な商品である。しかし、日本の個人金融資産に占める投資信託の比率は例えばアメリカと比べて低い状況にあった。そのため、金融システム改革においては、投資信託を従来に増して魅力あるものとするため、投資信託の利便性を高め、商品の多様化を進めるとの観点から証券総合口座、私募投信及び会社型投信の導入などの制度整備が行われ、さらに投資家の利便性の向上と新たな投資家層の拡大を通じた証券市場の活性化といった観点から、販売チャンネルの拡充として銀行等の金融機関による投資信託の販売の導入などの制度整備が行われた。¹⁾

(1) MMF・中期国債ファンドの商品性の見直し、証券総合口座の導入

公社債投資信託である、中期利付国債を主たる運用対象とする中期国債ファンド、CD・CPなどの短期金融商品を主たる運用対象とするMMFについて、投資の選択の幅を広げ得る魅力ある商品を提供していく観点から、諸規制の見直しが行われた。大蔵省は、平成9年7月31日に公表した「金融・証券関係の規制の撤廃等について」において、MMF及び中期国債ファンドの商品性の改善のための規制緩和を同年8月1日より実施することを明らかにし、この方針に沿って、最低販売単位や入金単位の撤廃、即日解約の実施、信託留保金の徴収義務の撤廃といった措置を講じた²⁾。

また、証券総合口座に関しては、多様な顧客ニーズに応じたサービスの向上に資するものとしてその導入について検討を行い、先述の平成9年7月公表の規制緩和措置において、同年10月1日からその導入を可能とするとの方針を示した。その結果、平成9年9月17日の大蔵省の証券局長通達³⁾の改正によって証券会社が公共料金等の収納代行業務を行うことができるようになったことで、同年10月1日、証券総合口座の導入が実現した。その後、平成10年9月10日には、「労働基準法施行規則」の改正省令の施行により、証券総合口座への給与振込が可能となった⁴⁾。

(2) 私募投資信託の導入

一定の限られた投資家（2名以上49名以下の特定・少数、又は適格機関投資家）を対象とする私募投信については、投資家の多様な資産運用ニーズに応じていく観点からその導入には意義があるものと考えられていたが、従来の証券投資信託法では50名以上の不特定多数の投資家を集め設定する公募投資信託のみが認められ、私募投信は同法で明示的に位置付けられていなかった。そのため、金融システム改革法において証券投資信託法が改正され、それまで「受益権を分割して不特定かつ多数の者に取得さ

せる」としていた投資信託の定義規定を「受益権を分割して複数の者に取得させる」へと改め、限られた投資家を対象とする私募投信を認めることとされた。⁵⁾

なお、こうした私募投信については、一定の限られた投資家向けであっても、受益者に対する忠実な運用、投資信託としての公正取引ルールが適用される必要がある。一方、その性格に着目すれば、運用規制やディスクロージャー等の面においては、当時の証券投資信託法等に基づく各種のルールをそのまま適用することまでを求める必要性は必ずしもないため、先物・オプション取引及び私募有価証券への運用規制の不適用や、信託約款の内容が記載された書面の交付義務の不適用など、私募投信の性格を踏まえたルールの整備が行われた⁶⁾。

(3) 会社型投資信託の導入

会社型投信は、アメリカ、フランスをはじめ諸外国において広く行われていた、一般投資家のための、会社形態での投資信託の仕組みであったが、当時の日本の投資信託は契約型投資信託であったため、会社型投信の導入が検討課題となった。会社型投信においては、投資家は株主権を有しており、株主権行使や株主総会、取締役会といったコーポレート・ガバナンスの枠組みの下での私的自治による投資家保護が図られるというメリットがあり、また、長期的運用に資することも期待されていた。ただし、会社型投信の導入を検討するに当たっては、その円滑な運用を確保するため、例えばオープン・エンド型（保有者が、会社による発行証券の買戻しをいつでも請求できるもの）の仕組みが十分機能するよう、買戻し請求権付株式の発行、買取り等の手続をはじめ、多くの点で当時の株式会社制度との調整を要するものと考えられた。その実現のため、会社型投信のための特別の法人制度の創設等が検討された。⁷⁾

その結果、金融システム改革法で証券投資信託法が「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」に法律の題名とともに改正され、同法に新たなカテゴリーである営利社団法人の概念が創設され、設立、機関、計算、解散、合併等必要な組織規定が設けられるとともに、業務に関する所要の規定が整備された。この中で、株式会社、株式、株券、株主に相当するものとして、証券投資法人、投資口、投資証券、投資主を規定し、法人の機関として、投資主総会、役員会を設けることとされた⁸⁾。また、投資口の払戻しをする、又はしない旨（オープン・エンド型かクローズド・エンド型か）、最低純資産額、資産運用の対象及び方針、金銭の分配の方針等、会社型投信に係る具体的な内容を規約（株式会社の定款に相当）において定めることとされたほか、規約を投資主総会の決議で変更することができることとされ、多様化する投資家ニーズに柔軟に対応できる仕組みとされた⁹⁾。証券投資法人の投資証券は、金融システム改革法による証券取引法の改正により新たに有価証券として定義された¹⁰⁾。

(4) 販売チャンネルの拡充

投資信託の受益証券は証券取引法上の有価証券であるため、その販売は発行者である投資信託委託会社の直接販売のほかは証券会社に限られていた¹¹⁾。しかし、金融システム改革の中で、投資家の利便性の向上と新たな投資家層の拡大を通じた証券市場の活性化という観点から、新たな販売チャンネルとして銀行等の金融機関による投資信託の販売（いわゆる投信窓口販売）を導入するとの考えが示されていた。拡充に際しては、銀行等の金融機関においては、元本保証の付いた預金が扱われていることから、投資信託というリスク・キャピタル商品をも扱われることとなる場合には顧客の誤認が生ずる可能性があり、こうした問題や利益相反の可能性等を防止するための十分な措置を講じる必要があるとされていた。また、適正な販売を確保する観点から、有価証券の販売に係る証券取引法上の規制や販売員の資格制度等が、いずれの販売チャンネルにおいても適用されるべきであるとの考えが示されていた。¹²⁾

銀行等の投信窓口販売の導入には証券取引法の改正が必要であったため、まずは一定の販売ルール等の所要の整備を行ったうえで、平成9年12月1日より投資信託委託会社が金融機関から店舗を借りて自ら行う投資信託受益証券の直接販売を実施することとされた¹³⁾。このため、同年11月10日に証券投資信託協会において顧客誤認防止策等の自主ルールが定められ、同年12月1日より金融機関からの店舗借りによる直接販売が開始された¹⁴⁾。その後、金融システム改革法による証券取引法の改正によって、銀行等の金融機関が証券取引法上の登録を受けて営業を行う証券業に、投資信託受益証券及び証券投資法人の投資証券の募集の取扱い及び募集の取扱いを行った証券の買取り等が追加され、金融機関本体での投資信託の窓口販売が可能となった¹⁵⁾。

〔注〕

- 1) 証券取引審議会「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」(平成9年6月13日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm。
- 2) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 3) 証券局長通達「〔証券法第42条及び第42条の2に基づく兼職及び証券会社等の兼業の承認について〕及び「証券会社の免許及び認可基準・手続き等について」通達の一部改正について」(平成9年9月17日)(『証券業報』平成9年10月号57-59ページ)。
- 4) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 5) 証券取引審議会総合部会投資対象ワーキング・パーティ報告書「魅力ある投資対象」(平成9年5月16日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f1.htm。『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。

- 6) 証券取引審議会総合部会投資対象ワーキング・パーティ報告書「魅力ある投資対象」(平成9年5月16日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f1.htm。『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。「金融システム改革法の骨格～証券取引法関係係省令を中心にして～」『証券業報』平成11年2月号 20-41ページ。
- 7) 証券取引審議会総合部会投資対象ワーキング・パーティ報告書「魅力ある投資対象」(平成9年5月16日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f1.htm。『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 8) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』平成10年7月号 3-13ページ。
- 9) 「資産運用業の今後の課題—改正投信法と改正顧問業法の解説—」『月刊 資本市場』平成10年8月号 4-18ページ。
- 10) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』平成10年7月号 3-13ページ。
- 11) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 12) 証券取引審議会総合部会投資対象ワーキング・パーティ報告書「魅力ある投資対象」(平成9年5月16日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f1.htm。
- 13) 大蔵省「金融・証券関係の規制の撤廃等について」(平成9年7月31日新聞発表) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb33.htm。
- 14) 証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成9年版)』(平成10年、証券投資信託協会) 5-6ページ。
- 15) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』平成10年7月号 3-13ページ。『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。

3 市場の改革

取引が行われる「場」においては、効率と公正の確保が何よりも重要となる。電子通信技術の発展、金融技術の革新に伴い、様々な取引形態での取引が可能となっており、また、新規産業の育成のためにも、幅広い企業に証券市場での資金調達機会を認めしていくことが必要となる。このため、公正取引ルールを含む投資家保護ルールを定め、できるだけ自由に取引ができるよう、様々な市場間で競争が行われていくことが必要であると考えられた。こうした認識の下、金融システム改革においては、投資家の取引ニーズの多様化等に対応する観点から、取引所集中義務の撤廃等の取引

所市場制度の改革、店頭登録市場の機能強化、未上場・未登録株式の証券会社による取扱いの解禁等が行われたほか、市場を巡る基盤の整備として、取引・気配情報へのアクセスの改善、証券取引・決済制度の整備、貸株制度の整備等が進められた。¹⁾

(1) 取引所市場制度の改革

①取引所集中義務の撤廃

取引所集中義務は、上場株券等の取引を証券取引所に集中させ、取引に厚みを与えるとともに、公正な価格形成に資することを目的として設けられたものであり、各取引所の定款によって定められていた。しかしながら、市場間競争を促進する観点から取引所集中義務の見直しの必要性が指摘されるようになっていたほか、市場における機関化現象の進展に伴い、株式注文の大口化やバスケット化といった投資家ニーズの多様化に取引所システムのみでは十分に応えることができないことが明らかになってきたことも、取引所集中義務の見直しの論拠の一つとなった。こうした環境の変化を踏まえて、金融システム改革では取引所集中義務が撤廃されることとなった。

取引所集中義務の撤廃のスキームについては、取引所定款による取引所集中義務は撤廃すべきであるものの、公正な価格形成を行ううえで取引が取引所に集中することの意義は否定されるべきでないこと、取引所外取引における取引価格は取引所取引における取引価格の一定範囲内とすること、取引所外取引についても取引所取引と同様の公正取引ルールを整備するとともに売買停止等の緊急措置の実効性を確保する等所要の法整備を図ること、等を中心に検討することが適当とされた²⁾。こうした考えに沿って、平成10年12月1日、各取引所の定款が変更され、取引所集中義務が撤廃されるとともに、金融システム改革法による証券取引法の改正により、(i)証券会社は、顧客が取引所外取引を明示的に希望した場合にのみ取引所外取引を行うことができる、(ii)証券会社は、取引所外取引を行った場合には、直ちに取引内容(価格、数量等)を証券業協会に報告し、証券業協会は取引内容を公表する、(iii)取引所外取引についても、取引所における取引と同様の公正取引ルール(相場操縦行為等の禁止等)が適用される、という取引の公正性と透明性を確保するための規定が設けられた³⁾。

また、取引所外取引の取引価格等の取引ルールや、取引所外取引の報告の内容(価格、約定数量等)・報告時期等については、東京証券取引所及び日本証券業協会を事務局とした「取引所集中義務撤廃に向けた環境整備のための研究会」において実務的な検討が行われ、日本証券業協会の規則(「上場株券等の取引所有価証券市場外での売買等に関する規則」(公正慣習規則第5号))として定められた。このうち取引所外取引の取引価格に関する値幅制限については、取引規模に応じて、取引所の

最良気配⁴⁾(売買金額1000万円以下の小口取引の場合)ないし取引所における直前の約定価格の上下3～7%の範囲内(売買金額1000万円超の準大口取引・大口取引の場合)等の制限が課された⁵⁾。なお、小口取引の水準については、株式等委託手数料の自由化の際に改正等を行うとの見直し条項に基づき、平成11年10月1日に「1000万円以下」が「300万円以下」に引き下げられた⁶⁾。

②証券取引所の合併規定の整備等

取引所集中義務の撤廃は、証券取引所の在り方、特に地方の証券取引所⁷⁾の在り方に対して大きな影響を与える問題であり、地方証券取引所の売買高が一層減少し、証券取引所として価格形成機能が失われる事態も予想された。このような中において、各地方証券取引所は創意工夫による効率的なサービスを提供する努力が求められることになることから、証券取引所が自主性を発揮できるよう、証券取引所の参入や退出の在り方を含め、証券取引所市場の法的枠組みの見直しが必要とされた。⁸⁾

このため、証券取引所の再編を想定した制度の整備が検討され、金融システム改革法によって証券取引法が改正され、証券取引所の合併の規定が整備された。この措置を受けて、平成12年3月1日に広島・新潟の両証券取引所が東京証券取引所に、平成13年3月1日に京都証券取引所が大阪証券取引所に吸収合併されることとなった。なお、それまで東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所が他の証券取引所に配慮して各取引所規則で企業に課していたいわゆる「テリトリー規制」⁹⁾は平成12年7月1日に撤廃されることとなった¹⁰⁾。

また、こうした取引所市場の在り方の見直しの一環として、金融システム改革法による証券取引法の改正により、「取引所は、二以上の有価証券市場を開設してはならない」とする規定¹¹⁾を削除する改正が行われた。この措置に伴い、平成11年1月25日に大阪証券取引所において、注文の大口化やバスケット化等に伴う即時一括執行、取引の匿名性等のニーズに対応するため、電子取引システムを用いた相対取引を行うJ-NET (Japan Negotiation Network) 市場が開設された¹²⁾。

③私設取引システム (PTS) の導入

取引所集中義務の撤廃に伴い、証券会社及び投資家等による私設取引システム (PTS (Proprietary Trading System) : 伝統的な取引所とは異なる私的な組織が電子的技術を活用して取引サービスを提供する取引システム) の開設が予想され、このような新たな取引形態に関しても、取引の公正性が確保され得るよう法的な手当が必要とされた¹³⁾。

このため、金融システム改革法による証券取引法の改正により、私設取引システムを証券業との位置付けで導入し、同業務を行う場合には認可を必要とすることと

された。これは、新たな取引システムは当面、取引所と同程度の高い価格形成機能を有することはないと考えられ、取引所ではなく証券業と整理することが適当であると考えられたためであった。この認可を受けたものについては、証券取引法上、開設を禁止している「有価証券市場に類似する施設」には該当しないことが法律上明確にされた。¹⁴⁾

(2) 店頭市場の機能強化

店頭市場については、次代を担う成長産業への資金供給といった大きな役割を果たすことが期待されていたこと等から、金融システム改革においては、取引所市場の補完としての位置付けが見直されるとともに、流通面の改善策が実施されることなどにより、その機能の強化が図られることとなった¹⁵⁾。こうした方向に沿って、日本証券業協会においても並行して株式店頭市場の具体的な見直し策について検討が行われ、順次、実施に移されていった¹⁶⁾。

①店頭市場の補完的位置付けの見直し

金融システム改革法による証券取引法の改正により、証券業協会は店頭売買有価証券市場を開設できると規定され、従来の店頭市場が新たに位置付けられることとなった。

店頭市場の法的位置付けが取引所市場と並列、競合する関係に改められたことに伴い、店頭市場を市場参加者にとって魅力ある市場として整備、改善する一環として店頭登録基準が見直されることとなった。平成10年11月2日に日本証券業協会が取りまとめ公表した「株式店頭市場の改革に向けて（報告書）」等を踏まえ、同年12月1日に従前の本則銘柄と特則銘柄の区分が廃止され、そのうえで、一般企業向け基準（第1号基準）とベンチャー企業向け基準（第2号基準）の二つの登録基準が設けられ、企業の実態に合わせて登録基準を選択できることとなった¹⁷⁾。その後平成12年2月14日には、第2号基準に新たな区分が設けられ、実質的に登録基準の水準を満たしているものの既存の登録基準では対応できなかった特徴あるベンチャー企業が、その特徴を生かして登録できる仕組みが設けられることとなった¹⁸⁾。

また、株式公開予定会社の増資（第三者割当増資）や株式移動については制限（いわゆる「公開前規制」）があり、これがベンチャー企業等の機動的な資金調達を制約する要因になっているとの指摘¹⁹⁾があった。そこで、この公開前規制について、平成11年7月1日に第三者割当増資の禁止・制限期間の短縮、株式移動についての制限の廃止等の見直し²⁰⁾が行われた。²¹⁾

②流通面の改善

株式店頭市場の流通面については、株式公開後に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た。こうした中、株式店頭市場における流通面の改善策については、日本証券業協会において検討が行われていた²²⁾が、金融システム改革においても、店頭市場における流通面の改善に向けて具体的な機能強化策を講じることの必要性が示された²³⁾。このような状況の下、店頭市場への借株制度や仮需給（信用取引や発行日決済取引）の導入につき具体的な検討が進められ、その結果、日本証券業協会の規則の改正により、平成9年7月1日に借株制度が、同年10月27日には信用取引及び発行日決済取引が店頭市場に導入された。なおその後、日本証券業協会及び東京証券取引所において上場銘柄を含めた一般貸借制度の導入について検討がなされ、それを踏まえて平成10年12月1日に貸株市場の整備が行われた（本節3（6）参照）。

また、店頭登録銘柄の流動性については、平成10年12月1日に実施された店頭登録基準等の見直し（本項（2）①参照）においても重視された。具体的には、店頭登録基準において株主数基準の引上げが行われ、登録取消基準においても株主数基準、売買高基準、値付け率基準の引上げが行われるなど、流動性に配慮した基準が設けられた²⁴⁾。

この後、日本証券業協会は、平成10年7月15日に公表した報告書「株式店頭市場改革の方向性について」²⁵⁾を踏まえ、平成12年2月14日に時間外取引を導入した²⁶⁾。

③マーケット・メイク機能の拡充

店頭市場がその特徴を活かしながら取引所市場との間で健全な競争を行っていくためには、マーケット・メイク機能（自己売買による流動性供給機能）を活用した特徴的な市場を目指すといった方向性が明らかにされることが望ましく、そのためには、証券会社のマーケット・メイク機能の拡充が必要であると考えられた²⁷⁾。

そこで金融システム改革では、マーケット・メイク機能の拡充のための環境整備として、前述のとおり平成9年7月1日に店頭市場に借株制度が導入され²⁸⁾、さらに金融システム改革法が施行された平成10年12月1日には一般的な貸株市場が整備された（本節3（6）参照）。

店頭市場におけるマーケット・メーカー制度の制度設計については、平成10年11月2日の「株式店頭市場の改革に向けて」等を踏まえて日本証券業協会において具体的な検討が行われ、同年12月1日の金融システム改革法の施行に併せて、日本証券業協会において規則改正が行われ、従来の登録ディーラー制度の廃止とマーケット・メーカー制度の（試験的）導入とが実施された。マーケット・メーカーは、マーケット・メイク銘柄の売り気配・買い気配及び数量を継続的に公表し、その気配に基づき売買に応じる義務を負うこととなるが、その際、マーケット・メイク銘柄には、値幅制限を適用しない、売り気配と買い気配とのスプレッド幅の制限を設

けない等の緩和措置が講じられた²⁹⁾。なお、金融システム改革法における証券取引法改正により、証券会社のディーリング業務はブローカレッジ業務の補完的なものとする旨の免許の条件が廃止された³⁰⁾。これにより、証券会社のディーリングに対する意識の変化が進み、マーケット・メイクの一層の活発化が期待された³¹⁾。

マーケット・メーカー制度については、平成11年3月30日の「規制緩和推進3か年計画（改定）」にマーケット・メーカー制度の本格実施に向けて日本証券業協会において必要な措置をとるべき旨が盛り込まれたこと等を受けて、その後も段階的に制度整備が行われた。平成11年10月1日には、即座に執行できない顧客等からの注文をマーケット・メーカーが約定できる時点まで預かることができるようにするリーブ・オーダー制度について、具体的手続等も含めて明文化された³²⁾。そして平成12年3月27日にはマーケット・メイク銘柄の売買執行システム（JASDAQマーケット・メイク・システム）が稼働し、マーケット・メーカー制度が本格的に導入された³³⁾。

（3）未上場・未登録株式の取扱い

未上場・未登録株式については、法定開示義務を課されていない銘柄が多く、投資家保護上の問題があることから、日本証券業協会の規則において証券会社の投資勧誘は禁止されていた。しかしながら、日本の証券市場が多様な資金調達・運用ニーズに対応していくためには、創業段階のベンチャー企業の資金調達ニーズに適切に対応して円滑な資金供給が行われるとともに、資金運用者に対して当該株式の流通の場が提供され、資金回収の機会が与えられる未公開株式市場の育成が不可欠であり、発行・流通両市場における所要の環境整備がなされたうえで、証券会社による未上場・未登録株式の取扱いが認められることが適当であると考えられた。³⁴⁾

このため、日本証券業協会は規則を改正し、平成9年7月1日から、一定の基準を満たす会社³⁵⁾の株式等を証券会社が気配の公表等を継続的に行う場合についてのみ、投資勧誘を行うことを可能とした（グリーンシート制度）。他方、投資家保護の観点から、金融システム改革法による証券取引法改正で、発行開示義務を課す基準（発行価額又は売出価額の総額）が「5億円以上」から「1億円以上」に引き下げられた³⁶⁾。

その後、グリーンシート制度は、平成11年7月1日に気配公表の頻度を月1回から月2回とするなどの改善がなされた³⁷⁾が、同年8月25日の「市場改革の行動計画—改革のスピードアップ」において、未公開株式（気配公表銘柄）の流通促進策として、気配公表制度がさらに整備されて公表頻度を週1回以上とする旨が明記されたこと等を受けて、平成12年1月には気配公表の頻度を月2回から週1回とする規則改正が行われた³⁸⁾。

（４）取引・気配情報へのアクセス改善

証券市場が円滑に機能するためには、市場情報は広く市場参加者に対し正確かつ迅速に伝達される必要がある。当時、取引所市場においては相場報道システムを通じて、また、店頭市場においてはJASDAQシステムの情報伝達システムを通じて、約定価格、約定数量、四本値（始値、高値、安値、終値）、前日比、最良気配、売買高等の情報が提供されていた。しかし、提供される市場情報の範囲が諸外国より狭く、また、証券取引所等に価格情報の速やかな公表が義務付けられていないといった課題があった³⁹⁾。

そこで金融システム改革では、まず、平成9年10月1日に、東京証券取引所において、いわゆる「板情報」等の詳細情報を提供する範囲について、会員証券会社の場電店（証券取引所に近接した本・支店又は営業所の1か所）のみから会員証券会社が希望する複数の店舗へと拡大がなされた⁴⁰⁾。さらに、東京証券取引所において、平成10年11月30日より一般気配（最も優先する売呼値及び買呼値の値段）に係る注文数量の提供が行われるようになり、また、平成12年末には複数の気配値段及び注文数量の提供が行われるようになり、気配情報の提供も拡充されていった⁴¹⁾。

また、証券取引所等の価格等の情報の提供義務については、金融システム改革法による証券取引法の改正により、証券取引所及び証券業協会に対しそれぞれ、取引所取引、店頭登録銘柄の取引についての約定情報（売買価格、数量等）を速やかに公表することが義務付けられるとともに、本節3（1）に記したとおり取引所外取引の約定情報についても証券業協会に速やかに公表することが義務付けられた。

（５）証券取引・決済制度の整備

証券市場の機能向上のためには、通信・情報技術の高度化に対応しつつグローバル・スタンダードと整合的な形で取引・決済制度という証券市場の基盤整備を行う必要があり⁴²⁾、金融システム改革では以下のような取組みが実施された。

①取引所内における取引システムの整備

立会場における売買は競争売買により行われており、小口取引を大量に成立させることに適していた。しかし、機関化の進展や金融テクノロジーの発達により、大量発注やバスケット取引など、従来の取引方式では場合によっては円滑な取引の成立が困難となる状況が生じるようになっていた。

そのため、金融システム改革では、取引所内における取引システムの改善が検討され、まず東京証券取引所において、平成9年11月14日に、立会外の大口対当取引及びバスケット対当取引⁴³⁾が導入された⁴⁴⁾。その後、東京証券取引所が平成10年6月29日に電子取引システムの稼働を開始したことで、対当取引だけでなく、異なる証券会社間の立会外取引（ToSTNeT-1）が可能となったほか、同年8月7日に

は（特に個人投資家向けの）売買立会の終値による終値取引（ToSTNeT-2）も可能となった。この間、大阪証券取引所でも、立会外取引（立会外大口対当取引、立会外バスケット取引、立会外終値取引）のほか、平成11年1月25日にJ-NET市場（本節3（1）参照）の開設がなされた。

また、取引所の事務処理の合理化・効率化を図る観点から、立会場の在り方の見直しを含めたシステム化を一層進めること⁴⁵⁾が検討され、東京証券取引所では平成11年4月30日に立会場が廃止され、翌5月から売買システムによる取引に一本化された⁴⁶⁾。

さらに、東京証券取引所では、売買執行の迅速化・効率化を通じて一層の機能強化が実現されるとの判断から、約定処理を含む売買取引の完全システム化が決定され、平成12年7月17日に新システムが稼働した⁴⁷⁾。

②株券等決済制度

株券等の受渡しは、保振機構⁴⁸⁾による口座振替が可能であったが、平成9年当時、保振機構の株券の預託残高は発行済株式数の15%程度にとどまっていた。また、株券の決済は、約定日から起算して4営業日目（T+3）のローリング決済となっており、グローバル・スタンダードである「G30勧告」⁴⁹⁾の内容に沿うものではあったものの、決済リスクの低減の観点から、決済機関の一層の短縮が求められていた。さらに、資金の受渡しは小切手の授受によって行われており、即日資金化することは実現できていなかった。

こうした状況に対しては、グローバル・スタンダードを念頭に置き、取引コストに配慮した効率的かつリスクの少ない決済制度を計画的に整備する必要があった。具体的には、決済期間（約定から決済まで）の短縮、資金と証券との同時決済（DVP）⁵⁰⁾、取引所における資金決済の即日資金化の早期の実施を図ることが重要・必要であった。さらに、証券取引の電子化を進めてこれらの実現を図る観点からすれば決済のペーパーレス化が不可欠であり、このためには、保管振替制度の一層の利用促進策を講じる必要があった⁵¹⁾。こうした観点から、保管振替制度の一層の利用促進のための措置として、金融システム改革法によって保振法が改正され、平成11年度から、中間決算期末における保管振替機関から発行会社への実質株主の通知が制度化された⁵²⁾。

③社債受渡し・決済制度

社債の受渡し・決済制度については、平成8年5月28日の「社債受渡し・決済制度研究会」報告書（第2章第3節4（4）参照）で示された改善策を踏まえ、同年11月27日に債券の受渡し・決済の中継機関として「株式会社債券決済ネットワーク」

が設立され、平成9年12月22日にオンライン・ネットワークの稼働が開始された。これにより、投資家は同オンライン・ネットワークに対し電子的に指示をするだけで社債決済が迅速に実行され、同オンライン・ネットワークを日銀ネットと接続することで資金と証券の同時決済（DVP）が実現されることとなった。また、社債等の決済方式であるいわゆる「十日〔とおび〕決済」が決済リスクを増大させているとの指摘がなされていた。そのため、国債の決済で採用されているローリング決済が社債の決済にも導入され、平成9年12月5日の決済分よりローリング決済（T+7（約定日から起算して8営業日目。））へ移行した。ただし、DVPのサービスについては、参加者が同オンライン・ネットワークに習熟する期間を置く必要から、平成10年4月からの開始とされた。なお、社債の決済期間については、同オンライン・ネットワークの稼働状況を踏まえつつ、同年6月にT+5（約定日から起算して6営業日目。）、平成11年10月にT+3（約定日から起算して4営業日目。）に移行した⁵³⁾。

また、こうした市場関係者による作業の進捗に併せ、大蔵省及び法務省は平成9年9月に「社債等登録法施行令」及び「社債等登録法施行規則」を改正し、(i)登録済証制度の廃止（登録済通知書の導入）、(ii)電子情報処理組織による（オンライン）登録請求手続の導入、(iii)社債登録簿の磁気ディスク化、(iv)登録機関の決定方法の変更（代表社債管理会社等を登録機関とする等）等の所要の措置を講じた（(i)は平成9年11月11日、(ii)～(iii)は平成9年10月1日施行。）⁵⁴⁾。

④デリバティブ取引の決済等

平成10年11月30日には、東京証券取引所において、デリバティブ取引（先物・オプション取引）の決済期限や委託・取引証拠金及び値洗資金の差入期限の短縮（T+2～3からT+1へ。）が行われた。これは、証券取引所における先物・オプション取引のリスク管理の改善策（第2章第3節6（2）参照）の一環として行われたもので、そのための措置の大半は平成9年10月29日に実施済みであったが、委託・取引証拠金の差入期限等の短縮についてはシステム改修の必要から平成10年11月30日に実施された。この期限短縮の見直しと併せて、金融システム改革法による証券取引法の改正により証券先物取引等の委託・取引証拠金等の預託に係る規定の整備⁵⁵⁾が行われ、これに伴い取引所規則の整備も行われた⁵⁶⁾。

このほか、デリバティブ取引の決済に関連して、特定金融取引一括清算法について概略を記述する。デリバティブ取引が急速に拡大する中で、リスクの削減を目的として、いわゆる「一括清算ネットティング」⁵⁷⁾の採用が国際的な市場ルールとして一般化していた。こうした一括清算ネットティングに関しては、日本においても倒産法制上、有効なものであると解されていたが、判例がないことから、法的有効性に対する疑義が完全には払拭されていないと指摘されることがあった⁵⁸⁾。

このため、金融システム改革では、金融システムの健全性の確保を徹底するとともに、デリバティブ取引等の金融取引の拡大と市場の活性化を図る観点から、こうした懸念を立法措置により払拭し、法的有効性を明確化することが適当であるとされた。平成10年6月5日、金融システム改革法とともに特定金融取引一括清算法が成立し、同法は同年12月1日より施行された。本法により銀行、証券会社等の金融機関等を一方の当事者とする特定金融取引（金利、通貨のスワップ取引や有価証券オプション取引など）の一括清算ネットリングについて、破産手続等における取扱いを確定することで法的有効性が明確化されることとなった⁵⁹⁾。

（6）貸株市場の整備

金融システム改革では、証券市場が多様なニーズに対応して市場機能を効率的に發揮していくためには、厚みのある貸株市場を整備し、株式の流動性を向上させる必要があるとの認識の下、証券会社による機関投資家等からの借株や証券会社間の株券の貸借の自由化の検討がなされるとともに、従来信用・貸借取引制度を運営してきた証券金融会社の業務についての見直しを行い、業務の自由度を高めていくことが検討された⁶⁰⁾。こうした中、平成10年2月20日、「貸株市場整備に向けた研究会」（日本証券業協会及び東京証券取引所が事務局。）は報告書「貸株市場の整備について」を取りまとめ、同年12月1日、同報告書を踏まえ、日本証券業協会の自主規制ルールである「株券の貸借取引の取扱いについて」（理事会決議）⁶¹⁾が施行された。これにより、証券会社が行う株券貸借取引に関し、株券貸借取引契約の締結や取引方法等についての規定が整備され、証券会社による機関投資家からの借株や証券会社間又は証券会社による対顧客向けの貸株が導入されることとなった。また、金融システム改革法による証券取引法改正で証券金融会社の業務が自由化され、株券貸借業務の実施の承認が不要とされた⁶²⁾。

（7）上場・公開等に係る諸規制・諸慣行の見直し

証券市場が企業の資金調達に当たって期待されている役割を適切かつ効率的に果たしていくためには、株式等の発行市場における諸規則・諸慣行について不断の見直しを行っていく必要があると考えられた。そのため、金融システム改革では、株式の新規公開時の公開価格決定方法の見直し、上場手続の簡素化、上場基準の緩和といった見直しが行われた⁶³⁾。

このうち株式の新規公開時の公開価格決定方法に関しては、従来の一部入札方式に加えてブックビルディング方式が導入された。従来の一部入札方式は、入札が公開株の一部について行われることから全体の需給を反映したものとならず、そのため、公開価格が高く設定される傾向にあり、公開後の円滑な流通に支障をきたすことがある

といった問題点が指摘されていた。これに対してブックビルディング方式は、引受証券会社が投資家の需要を把握しこれを積み上げて公開価格を決定する方式であるため、発行市場だけでなく流通市場までを勘案した公開価格の決定が可能となり、株価に対する投資家の信頼を高めることができる。このほか、手続の簡素化が図られ、公開日程の短縮や需要動向に応じた弾力的な発行が可能となる等のメリットがあると考えられた。そこで、証券取引所及び日本証券業協会においてブックビルディング方式の導入につき具体的な検討が行われ、平成9年9月1日にブックビルディング方式が導入された。なお、ブックビルディング方式の導入に当たっては、開示省令の改正が行われ、価格決定の透明性の確保等の観点から、価格決定の過程等について有価証券届出書において開示が行われるよう措置された。

また、ブックビルディング方式の導入に併せ、新規公開株式等に係る配分ルールの見直しも行われた。一部入札方式の下では、配分上限株式数や年間配分回数に制限が設けられていたが、ブックビルディング方式の下ではこうした従来の配分ルールを適用しない方向で検討が行われた⁶⁴⁾。こうした中、平成9年半ば、いわゆる金融不祥事⁶⁵⁾が大きな社会問題へと発展する事態となった。金融不祥事に対する日本証券業協会の再発防止策においては、「公募株式等の公正な販売」が柱の一つとして掲げられ、これを受けて同協会では公正な配分を実現するための理事会決議「株式等の引受けに係る顧客への配分について」が新たに制定された。こうした経緯を経て、ブックビルディング方式の導入に併せて、従来の数値的な配分ルールが撤廃されるとともに、配分の公平性を確保する観点から、同協会の理事会決議（先述）に基づき、各引受証券会社は、公募株式等を投資家に配分する際の基本方針を策定し、これを公表するとともに、配分手続等に係る社内規則を制定し、これを公表することとされた⁶⁶⁾。

その後平成11年7月1日には公開前規制の見直しが行われた（本節3（2）参照）。株式公開（上場・店頭登録）を予定している会社は、株式公開前の一定期間内に第三者割当増資を行うことや、当該会社の特別利害関係者等による株式移動を行うことが禁止・制限されていたが、証券取引所及び日本証券業協会の規則の改正により、この公開前規制が緩和された。具体的には、株式公開（上場・店頭登録）前の第三者割当増資の禁止期間・制限期間の短縮、特別利害関係者等による株式移動の制限の撤廃等が実施された。

上場手続の簡素化については、従来、有価証券、有価証券指数又はオプションを上場しようとするときは、証券取引法上、大蔵大臣の承認を受けなければならないとされていた。金融システム改革では、証券取引所において有価証券の上場規程があらかじめ明確に定められている場合には、大蔵大臣に対する事後届出として、個別の審査については証券取引所に委ねることが適当であると考えられたことから、金融システム改革法による証券取引法改正によって、有価証券の上場及び上場廃止については、

大蔵大臣の承認制から事前届出制へと移行することとされた。同時に、各証券取引所でも「業務規程」等が改正され、上場申請に当たっての提出資料が削減されることとなった。⁶⁷⁾

また、魅力ある中堅企業等の上場の一層の円滑化のため、上場基準の見直しも行われた。東京証券取引所では、平成11年1月1日に上場審査基準等が改正され、上場株式数、株式の分布状況等の緩和、株主資本の額・利益の額について1株当たり基準の廃止、利益配当要件の撤廃などの緩和が行われるとともに、上場審査を連結決算ベースで行うといった見直しがなされた⁶⁸⁾。また、大阪証券取引所においても、平成10年12月1日に従前の特則市場を発展的に解消し、営業主体を大阪周辺に有し成長事業を営んでいる会社を対象とした新市場部が創設されたほか、平成11年2月1日には上場審査基準の見直しが行われた⁶⁹⁾。さらに、店頭市場においても登録基準の見直しが行われた(本節3(2)参照)。

このように、金融システム改革法の施行に併せて、各証券取引所や店頭市場において上場審査基準等の見直しが相次いで実施されたが、金融システム改革を契機とした市場間競争は平成11年以降激化し、とりわけベンチャー企業向けの市場を創設・整備する動きが加速していった。まず、大阪証券取引所において、先述の新市場部の創設に続き、平成11年9月21日に社会資本整備市場(PFI(Private Finance Initiative)市場)の創設についての要綱⁷⁰⁾が公表された(PFI市場の創設は平成12年2月10日。⁷¹⁾。これに先立つ平成11年6月には全米証券業協会(NASD: National Association of Securities Dealers)とソフトバンク株式会社から、日本で新市場「ナスダック・ジャパン」を創設することが打ち出されるという動きもあった⁷²⁾。こうした中、日本証券業協会は平成11年8月25日に「市場改革の行動計画—改革のスピードアップ」を公表して株式会社店頭市場やグリーンシート市場の改革の方向性を示し、また、東京証券取引所は同年9月21日に新興企業市場「マザーズ(Mothers⁷³⁾)」を創設することを決定し⁷⁴⁾、同年11月11日にマザーズを創設した⁷⁵⁾。そして、同年12月24日には、ナスダック・ジャパン市場について、大阪証券取引所の新市場として創設する旨が発表⁷⁶⁾され、平成12年5月8日に同取引所にナスダック・ジャパン市場⁷⁷⁾が開設されるに至った。

〔注〕

- 1) 証券取引審議会「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」(平成9年6月13日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm。
- 2) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」(平成9年5月16日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。
- 3) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』

平成10年7月号 3-13ページ。

- 4) 当該銘柄の基準価格を公表する証券取引所における、直近の最も安い売り気配と最も高い買い気配の範囲内。
- 5) 証券取引審議会「第3回市場整備部会」(平成9年11月21日審議資料)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/gijiyosi/ka002b1.htm。『証券業報』平成11年1月臨時増刊号。
取引所集中義務の撤廃等に伴い、債券についても、取引価格等の取引ルールに関する日本証券業協会の規則が見直された。具体的には、平成10年12月1日より、仕切値幅制限が撤廃され、顧客との公社債の店頭売りに当たっては各証券会社の社内時価を基準に適正価格により取引を行うこととされた(日本証券業協会「証券取引所における市場集中義務の撤廃等に伴う「公社債の店頭気配等の発表及び売買値段に関する規則」(公正慣習規則第3号)及び同細目の一部改正について」『証券業報』平成10年11月号12-30ページ)。外国証券の国内店頭取引に係る値幅制限についても同様の見直しが行われた(『証券業報』平成11年1月臨時増刊号)。
- 6) 日本証券業協会「小口注文の定義の見直しに係る「上場株券等の取引所有価証券市場外での売買等に関する規則」(公正慣習規則第5号)の一部改正について」『証券業報』平成11年10月号 17-18ページ。
- 7) 平成10年12月時点で、国内には、東京のほか、札幌、新潟、名古屋、京都、大阪、広島、福岡の7証券取引所が存在していた。
- 8) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」(平成9年5月16日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。
- 9) 「取引所周辺外企業」に対し、上場申請に当たって他の証券取引所に既に上場していることを要件として課し、「取引所周辺外企業」が他の証券取引所に上場を行わず当該取引所のみを上場申請をしてきた場合には、これを受理しないこととしていた。本規制撤廃後は、上場申請者が証券取引所を自由に選択できるようになった。
- 10) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。『東京証券取引所60年史 制度編』(平成22年、東京証券取引所) 226ページ。
- 11) 証券取引法第87条(当時)。なお、東京証券取引所の市場第二部などは、本条に抵触しないと解されていた。
- 12) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。『開設五十周年記念大阪証券取引所史 第4巻』(平成13年、大阪証券取引所) 307-309ページ。
- 13) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」(平成9年5月16日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。
- 14) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 15) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」(平成9年5月16日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。証券取引審議会「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世

紀の実現のために～」(平成9年6月13日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm。

- 16) 日本証券業協会は、金融システム改革において株式店頭市場の機能を強化する方針にあったこと、他方で日本経済・市場の低迷に伴い株式店頭市場も発行・流通両面において低迷していたこと等を踏まえ、株式店頭市場の抜本的な改善策について検討を行い、平成10年7月15日に「株式店頭市場改革の方向性について」を、同年11月2日に「株式店頭市場の改革に向けて(報告書)」を取りまとめた。その後平成11年8月25日には、市場間競争の激化、証券市場の国際化等に対応するため改革スピードを速める必要があるとして、「市場改革の行動計画—改革のスピードアップ—」を取りまとめ、さらに平成12年4月12日には、改革を推進するための株式店頭市場改革案「市場改革の行動計画Ⅱ—21世紀の市場を目指して—」を取りまとめた。
- 17) 『証券業報』平成11年1月臨時増刊号 46-72ページ。
- 18) 「店頭登録基準の弾力的運用に係る関係諸規則の一部改正について」『証券業報』平成12年2月号 9-17ページ。
- 19) 例えば「経済構造の変革と創造のための行動計画」(平成11年1月29日閣議決定)、経済戦略会議答申「日本経済再生への戦略」(平成11年2月26日)等において、公開前規制の見直しの必要性が指摘されていた。また、平成11年3月30日閣議決定の「規制緩和と推進3か年計画(改定)」においても、店頭登録市場の活性化方策の一つとして、公開前規制の見直しが新規に盛り込まれていた。
- 20) 公開前規制については、日本証券業協会及び証券取引所の規則改正により、主に次のような見直しがなされた(見直し前の公開前規制については第1章第3節2(店頭登録の特則銘柄に係るものについては第2章第3節(7))を参照されたい)。
 まず、公開前の第三者割当増資に対する規制については、禁止期間、制限期間がそれぞれ短縮され、上場・店頭登録のいずれの場合についても、株式公開の直前決算期日の1年前の日の翌日から直前決算期日までの1年間が制限期間、直前決算期日の翌日から株式公開日前日までが禁止期間とされた。制限期間中に行われた第三者割当増資については、店頭登録の第2号基準(第2号基準が導入される前は特則基準。以下同じ。)の場合を除き、その割当先や割当価格に制限があったが、これらの制限も撤廃された。また、公開予定会社の特別利害関係者等は、公開前一定期間内の株式移動が原則として禁止されていた(ただし第2号基準の場合は制限なし。)が、この株式移動についての制限も廃止された。これらの緩和措置に伴って、第三者割当増資及び開示制度の充実も行われた(開示省令の改正については本章第7節1(6)参照)(「公開前規制等の見直しに伴う「店頭売買有価証券の登録及び価格の公表等に関する規則」(公正慣習規則第2号)等の一部改正について」『証券業報』平成11年6月号 18-49ページ)。
- 21) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 22) 日本証券業協会では、平成9年3月に「信用取引制度、発行日取引制度及び借り株制度導入についての要綱—株式店頭市場の流通面における改善策—」を決定していた(日本証券業協会「「信用取引制度、発行日取引制度及び借り株制度導入についての要綱」について」『証券業報』平成9年4月号 36-49ページ)。
- 23) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」(平成9年5月16日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singik

- ai/shoken/tosin/1a503f2.htm。
- 24) 『証券業報』平成11年1月臨時増刊号。関要「金融システム改革法の施行と証券界の対応について」『月刊 資本市場』平成11年2月号 4-17ページ。
 - 25) 日本証券業協会「株式会社店頭市場改革の方向性について」(平成10年7月15日)『証券業報』平成10年7月号 46-62ページ。
 - 26) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
 - 27) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」(平成9年5月16日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singai/shoken/tosin/1a503f2.htm。
 - 28) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。日本証券業協会「株式会社店頭市場における借り株制度の導入及び未登録・未上場株式等の企業内容開示等に係る「店頭における有価証券の売買その他の取引に関する規則」(公正慣習規則第1号)等の一部改正等について」『証券業報』平成9年7月号 17-31ページ。
 - 29) 日本証券業協会「株式会社店頭市場改革の方向性について」(平成10年7月15日)『証券業報』平成10年7月号 46-62ページ。『証券業報』平成11年1月臨時増刊号。
また、マーケット・メイク銘柄は日本店頭証券(株)のオーダードリブン方式とは併用せず、マーケット・メーカーを通じて取引されることとなった(関要「金融システム改革法の施行と証券界の対応について」『月刊 資本市場』平成11年2月号 4-17ページ)。
 - 30) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。日本証券業協会「株式会社店頭市場における借り株制度の導入及び未登録・未上場株式等の企業内容開示等に係る「店頭における有価証券の売買その他の取引に関する規則」(公正慣習規則第1号)等の一部改正等について」『証券業報』平成9年7月号 17-31ページ。
 - 31) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」(平成9年5月16日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singai/shoken/tosin/1a503f2.htm。
 - 32) 日本証券業協会「リープオーダー取引の明文化に係る「店頭における有価証券の売買その他の取引に関する規則」(公正慣習規則第1号)の一部改正について」『証券業報』平成11年10月号 11-14ページ。
 - 33) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
 - 34) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。日本証券業協会「株式会社店頭市場における借り株制度の導入及び未登録・未上場株式等の企業内容開示等に係る「店頭における有価証券の売買その他の取引に関する規則」(公正慣習規則第1号)等の一部改正等について」『証券業報』平成9年7月号 17-31ページ。
 - 35) 有価証券報告書(総合意見が適正であるもの。)を継続的に提出している会社、又は公認会計士又は監査法人により証券取引法監査又は商法特例法監査等が行われ、かつ、その総合意見が適正又は適法である旨の監査報告書が添付されている財務諸表等を含んだ投資勧誘説明資料(会社内容説明書)の作成を行うことができる会社をいう(「株式会社店頭市場

における借り株制度の導入及び未登録・未上場株式等の企業内容開示等に係る「店頭における有価証券の売買その他の取引に関する規則」(公正慣習規則第1号)等の一部改正等について」『証券業報』平成9年7月号17-31ページ)。

- 36) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 37) 日本証券業協会「未公開株式の売買取引等に関する制度整備に伴う「店頭取扱有価証券の会社内容の説明及び気配の提示等の取扱いについて」(理事会決議)の一部改正について」『証券業報』平成11年6月号50-54ページ。
- 38) 「平成11年度の株式店頭市場の動きについて」『証券業報』平成12年7月号49-62ページ。
さらに、平成12年7月31日には、同年4月12日の「市場改革の行動計画Ⅱ—21世紀の市場を目指して—」等を踏まえて、グリーンシート市場(未上場・未登録株式のための気配公表銘柄市場(日本証券業協会「市場改革の行動計画—改革のスピードアップ—」『証券業報』平成11年9月号34-37ページ))における取扱対象有価証券の拡大、気配公表等の在り方の見直し(毎営業日行う銘柄(日次公表銘柄)と週1回以上行う銘柄(週次公表銘柄)の2区分とする。)等、グリーンシート市場の拡充策が実施された。
- 39) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」(平成9年5月16日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。証券取引審議会「第3回市場整備部会」(平成9年11月21日審議資料)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/gijiyosi/ka002b3.htm。
- 40) 『証券年報 平成9年版』60ページ。『月刊 資本市場』平成10年4月号83-84ページ。『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』(平成12年、東京証券取引所)109ページ。
- 41) 『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』(平成12年、東京証券取引所)109-110ページ。第6回金融審議会金融分科会第一部会資料「金融システム改革以降の取引所市場を巡る動き」(平成14年10月9日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryu/kinyu/dail/f-20021009_sir/01.pdf。
- 平成10年12月1日には債券の公社債基準気配発表制度の見直しも行われ、基準気配銘柄の選定対象について、従前は非上場の公募公社債のみであったが、上場国債等の公募公社債も含まれることとなった(日本証券業協会「証券取引所における市場集中義務の撤廃等に伴う「公社債の店頭気配等の発表及び売買値段に関する規則」(公正慣習規則第3号)及び同細目の一部改正について」『証券業報』平成10年11月号12-30ページ)。また、平成12年3月31日には、公社債基準気配発表制度の改善に係る要綱が公表された。これは、同年4月から金融商品の時価会計が開始されるに当たり、日本証券業協会の発表する基準気配が時価評価の際に利用される可能性が高いことから、基準気配の一層の信頼性向上を図る必要があったこと等を踏まえて、同制度の改善が必要であるとして検討されたものであった(日本証券業協会「公社債基準気配発表制度の改善について(要綱)」『証券業報』平成12年4月号98-102ページ)。
- 42) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」(平成9年5月16日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。
- 43) 対当取引は、証券会社内で同一の条件の売注文と買注文を付け合わせる取引をいう。
- 44) 同様の制度は、平成9年12月に大阪証券取引所・名古屋証券取引所、平成10年8月に札

幌証券取引所、平成14年4月に福岡証券取引所においてそれぞれ導入された（『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン）』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf）。

- 45) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。
- 46) 『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン）』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
 なお、大阪証券取引所は、株式の売買取引について、平成9年12月に立会場の廃止とシステム化を実施していた。その後、転換社債まで含んだ取引のシステム化を平成11年7月に実施した（『大阪証券取引所史 第5巻』（平成23年、大阪証券取引所）84ページ）。
- 47) 『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン）』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 48) 保振機構については第1章第5節5（6）を参照されたい。
- 49) 平成元年3月に勧告された、証券決済制度に関するグローバル・スタンダード。決済リスクへの対応という観点から、①証券決済を現物を伴わない口座振替方式とすること、②毎営業日決済（ローリング決済）を行い、約定後できるだけ短期間で決済を完了すること、及び③資金と証券の同時決済（DVP）を行うこと、が重要な柱とされた（Group of Thirtyウェブ・ページ <http://group30.org/publications/detail/49>。『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン）』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf）。
- 50) 株券等の取引所取引のDVP決済については、東京証券取引所及び大阪証券取引所において、平成13年5月1日から導入された（東京証券取引所『東京証券取引所60年史 制度編』（平成22年、東京証券取引所グループ）137-138ページ。大阪証券取引所『大阪証券取引所史 第5巻』（平成23年、大阪証券取引所）113-114ページ）。
- 51) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。
- 52) 『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン）』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
 取引所における資金決済の即日資金化については、平成9年12月1日より、東京証券取引所において、口座振替による即日資金化が実施された（鈴木康史「進む東証の制度改革 I 資金決済制度の改善—口座振替により売買取引代金等を即日資金化—」『月刊 資本市場』平成9年11月号 86-94ページ）。また、金融システム改革法による証券取引法の改正により、証券取引所の業務制限が撤廃され取引所による債務引受けが可能となったこと等を受けて、東京証券取引所は平成11年5月1日に集中清算機関へと移行した（横山隆介「東証における決済の清算機関方式への移行」『旬刊 商事法務』平成11年5月5日号 83-87ページ）。
- 53) 「社債等の受渡し・決済制度の最近の状況について」『ファイナンス』平成10年2月号 58-65ページ。証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。『平成20年度総合評価書（金融システム改革

- (日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。「わが国決済システム等に関する主な動き(年表)」『決済システムレポート2012-2013』参考資料 日本銀行ウェブ・ページ <https://www.boj.or.jp/research/brp/psr/psrref.pdf>。
- 54) 「社債等の受渡し・決済制度の最近の状況について」『ファイナンス』平成10年2月号 58-65ページ。
- 55) 金融システム改革法による証券取引法の改正により、顧客資産の保護の観点から、証券先物取引等の委託・取引証拠金等の預託に係る規定が整備され、取引の委託者が取引証拠金を証券取引所に直接預託する場合の規定や、証券取引所の非会員証券会社(取次者)を介して取引を行う場合の規定等が設けられた。
- 56) 東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』(平成12年、東京証券取引所) 215-220ページ。
- 57) 「一括清算ネットティング」とは、取引の一方の当事者が倒産した場合等に、一定範囲の取引から生じる履行期や通貨等を異にするものを含むすべての債権・債務を一括してネット・アウトし、一本の残額債権を成立させる旨をあらかじめ取り決めておくもので、取引相手方の経営破綻の影響を最小限のものに止めつつデリバティブ取引等を拡大する方策として有効なものと考えられた(金融制度調査会答申「我が国金融システムの改革について一活力ある国民経済への貢献―」(平成9年6月13日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusei/tosin/1a602.htm)。
- 58) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 59) 金融制度調査会答申「我が国金融システムの改革について一活力ある国民経済への貢献―」(平成9年6月13日) https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusei/tosin/1a602.htm。「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律について」『ファイナンス』平成10年7月号 21-26ページ。『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 60) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」(平成9年5月16日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。
- 61) 日本証券業協会「『株券の貸借取引の取扱いについて』(理事会決議)の制定等について」『証券業報』平成10年11月号 39-46ページ。
- 62) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 63) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」(平成9年5月16日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 64) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」(平成9年5月16日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。

- 65) 証券分野においては、大手証券会社がいわゆる総会屋に対し損失補てんを行っていた等の不祥事をいう（本巻「証券行政」第2章参照）。
- 66) 『証券年報 平成9年版』14ページ。「証券会社・証券市場に対する信頼の回復に関する具体策の制定等について」『証券業報』平成9年8月号6-24ページ。
- 67) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン））』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。

有価証券の上場及び上場廃止については届出制に改められたが、有価証券指数又はオプションの上場及び廃止については承認制が維持された（「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』平成10年7月号3-13ページ）。

- 68) 『月刊 資本市場』平成10年12月号64-65ページ。『旬刊 商事法務』平成10年12月25日号44-45ページ。東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』（平成12年、東京証券取引所）5-6ページ。

東京証券取引所においては、外国株券の上場審査基準についても平成9年9月26日に緩和が行われた（東京証券取引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』（平成12年、東京証券取引所）34-36ページ）。

- 69) 大阪証券取引所『開設五十周年記念 大阪証券取引所史 第4巻』（平成13年、大阪証券取引所）316-317ページ、319ページ。
- 70) 日原淳「社会資本整備市場（PFI市場）の創設について—21世紀に向けた新たなインフラ整備促進に寄与するために—」『月刊 資本市場』平成11年11月号82-86ページ。
- なお、平成11年9月24日に「民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律」（平成11年法律第117号。いわゆる「PFI推進法」である。）が施行されていた。
- 71) 大阪証券取引所『大阪証券取引所史 第5巻』（平成23年、大阪証券取引所）大証業務183ページ。
- 72) 『月刊 資本市場』平成11年7月号30-31ページ。
- 73) Mothers（マザーズ）：Market of the high-growth and emerging stocks。
- 74) 『月刊 資本市場』平成11年10月号80ページ。

- 75) 東京証券取引所の新興企業市場「マザーズ」は、次世代を担う高い成長可能性を有している企業を上場対象とし、過去の実績を問う財務数値基準や設立後の経過年数の基準は設けられなかった。ただし、上場時に一定数以上の株式公募を求めるなど流動性の確保に配慮した点、また、四半期における業績概況の開示や会社説明会の開催などにより一層のディスクロージャーが求められる点に特徴があった（白橋弘安「新興企業向け新市場「マザーズ」の創設」『旬刊 商事法務』平成11年12月5日号16-21ページ）。後に開設された、札幌証券取引所の「アンビシャス」や福岡証券取引所の「新市場」も、概ね同様の仕組みとされた（『月刊 資本市場』平成12年2月号90-91ページ。札幌証券取引所「新興・成長企業市場「アンビシャス」の創設について」（平成12年1月24日）『月刊 資本市場』平成12年2月号97-99ページ。福岡証券取引所「福岡証券取引所 新市場の概要」（平成12年3月27日）『月刊 資本市場』平成12年5月号90-93ページ）。

- 76) 大阪証券取引所『大阪証券取引所史 第5巻』（平成23年、大阪証券取引所）43-48ページ。
- 77) ナスダック・ジャパン市場においては、上場基準として、「スタンダード」と「グロー

ス」の二つの基準が設けられた。スタンダードは、質的に優れた高成長企業のうち、収益性、資産性を有し、市場性の見込まれる企業（1号基準）、収益性は問わないものの、十分な資産性（資産実績）を有し、市場性の著しく見込まれる企業（2号基準）、又は、収益性、資産性は問わないものの、売上高や総資産などの企業規模が大きく、市場性の著しく見込まれる企業（3号基準）を対象としていた。一方、「グロース」は、収益性、資産性において事業規模は小さいものの、将来に対する潜在的な成長性に富んだ、市場性の見込まれる企業を対象とした。また、ディスクロージャーについては、ナスダック・ジャパン市場においても、四半期における業績概況の開示が求められた（林英生「ナスダック・ジャパン市場について」『月刊 資本市場』平成12年6月号 42-55ページ。林英生「ナスダック・ジャパン市場の創設」『旬刊 商事法務』平成12年6月15日号 23-28ページ）。

4 市場仲介者¹⁾

(1) 株式委託手数料の完全自由化

株式委託手数料は、証券取引法に基づき、証券取引所の受託契約準則で定められた固定手数料体系がとられてきたが、第2章に述べたとおり、平成4年1月28日の証券取引審議会報告において手数料自由化の方向が打ち出され、比較的問題の少ないと思われる大口取引、具体的には売買代金が10億円を超える取引部分の手数料についてのみ、平成6年4月1日以降自由化されていた（第2章第3節5（1）参照）。しかし、証券市場の効率化及び利用者の利便性向上を図るためには、市場仲介者には資産運用サービスをはじめとする多様なサービスの提供が求められており、こうした観点から、金融システム改革においては、「サービスの多様化を実現するとともに、取引コストの軽減を図るためには、売買代金10億円以下の取引部分の手数料についても、固定手数料制を早急に改めていく」²⁾との方向で見直しが行われた。

そこでまず、各証券取引所の受託契約準則が改正され、平成10年4月1日から売買代金が5000万円を超える取引部分の手数料が自由化された³⁾。

その後、金融システム改革法における証券取引法の改正により、証券取引所の会員証券会社は有価証券の売買の受託について委託者から証券取引所の定める委託手数料を徴しなければならないとする規定等が削除され、株式委託手数料は完全自由化されることとなった⁴⁾。この改正は、金融システム改革法の附則において、平成11年12月末までの政令で定める日から施行することとされていたが、平成11年3月30日に閣議決定された「規制緩和と推進3か年計画（改定）」において同年10月1日に完全実施することが明記され、同年7月26日に「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律の一部の施行期日を定める政令」が公布され、同年10月1日に施行された⁵⁾。

(2) 資産運用業の強化等

証券投資信託制度の改革（本節2参照）と併せて、その担い手である資産運用業の強化が講じられた。

金融システム改革においては、投資信託における資産運用力の強化という観点から投資対象のグローバル化、運用手法の高度化・多様化に対応した効率的な運用を可能とするため、委託会社が運用に対する責任を負うという証券投資信託制度の基本的な仕組みの中で、委託会社が行う信託財産に係る運用指図の一部について外部の資産運用会社に委託することを認めることが適当であるとの考え方が示された⁶⁾。これを受けて金融システム改革法により証券投資信託法が改正され、信託財産の運用の指図に係る権限の一部を外部委託することが認められることとなった⁷⁾。

また、証券投資信託約款については、投資家保護を図るため事前の個別承認制がとられていたが、多様な投資商品の出現を促し、投資家が自らのニーズに合った商品を選択できるようにするため、投資家に対するディスクロージャーを一層徹底する等の制度整備を行ったうえで、届出制等に移行することが適当であると考えられた⁸⁾。そこでまず、法改正を伴うことなく実施可能な措置として、平成9年8月1日から、信託約款の個別承認制が包括承認制へと改められ、新規に設定される信託約款の承認に当たってその約款が既に承認を受けている信託約款と同一内容である場合には、当該既に承認を受けている約款の承認をもって新たに設定される投資信託に係る約款の承認があったものとしてとされた⁹⁾。そして、金融システム改革法による証券投資信託法の改正により信託約款の承認制を届出制に改められ、それに伴って、投資信託の受益証券を証券取引法の公衆縦覧型ディスクロージャー制度の適用対象とすることとされた¹⁰⁾。

未上場・未登録株式の投資信託への組入れについては、流動性の低さやディスクロージャーの不十分さなどの問題により認められていなかったが、新規産業への資金供給の可能性や、資産運用におけるリスク・リターン選択の幅の拡大という観点からその組入れが望まれていた。そこで大蔵省は、平成9年7月末の規制緩和措置（本章第3節4（2）参照）において、同年9月より一定の範囲内での投資信託への組入れを解禁するとの方針を示し、同年8月27日の行為準則省令の改正により、同年9月1日から未上場・未登録株式の投資信託への組入れ¹¹⁾が解禁された。¹²⁾

なお、金融システム改革法における証券投資信託法をはじめとする関係法律の改正によって、証券投資信託委託業者の参入規制の見直し（免許制から認可制への移行、審査基準の見直し。）とともに、業務の多角化（証券投資信託委託業、投資顧問業・投資一任業、証券業への兼業の解禁。）及びこれに伴う利益相反行為防止措置の整備が行われた¹³⁾。この、証券業と投資一任業との兼業の解禁と株式委託手数料の完全自由化によって、平成11年10月以降、いわゆるラップ口座¹⁴⁾の導入が可能となった。こ

のラップ口座については、証券会社の手数料獲得目的の短期売買の危険性が少ないため投資家のメリットが大きいこと、証券会社にとっても営業の多様化につながるというメリットがあることから、幅広く利用されることが期待されていたものであった¹⁵⁾。

〔注〕

- 1) 金融システム改革の具体化における「市場仲介者」の整備全体については、本巻「証券行政」第2章及び第3章を参照されたい。
- 2) 証券取引審議会総合部会市場仲介者ワーキング・パーティ報告書「顧客ニーズに対応した多様な投資サービス」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f3.htm。
- 3) 平成9年6月13日の証券取引審議会の最終報告書には、「まず、98年4月に売買代金5千万円超にかかる部分を自由化し、その後、業務の多角化等のための環境整備や新商品の導入及び所要のシステム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」と記された（証券取引審議会「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」（平成9年6月13日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm）。
- 4) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』平成10年7月号 3-13ページ。
- 5) 「今後の証券監督行政について」『月刊 資本市場』平成11年6月号 4-15ページ。「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律の一部の施行期日を定める政令」について『証券業報』平成11年8月号 28ページ。
- 6) 証券取引審議会総合部会市場仲介者ワーキング・パーティ報告書「顧客ニーズに対応した多様な投資サービス」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f3.htm。
- 7) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』平成10年7月号 3-13ページ。
- 8) 証券取引審議会総合部会投資対象ワーキング・パーティ報告書「魅力ある投資対象」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f1.htm。証券取引審議会総合部会市場仲介者ワーキング・パーティ報告書「顧客ニーズに対応した多様な投資サービス」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f3.htm。
- 9) 証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成9年版）』（平成10年、証券投資信託協会）3-4ページ、45-46ページ。
- 10) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』平成10年7月号 3-13ページ。『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン））』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyuka.pdf。
- 11) 未上場・未登録株式の組入れ限度については、行為準則に関する省令に規定する「流動性の乏しい資産（私募有価証券等）」に含めることとするとともに、その組入れ限度額を10%から15%に拡大した。
- 12) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』

平成10年7月号 3-13ページ。『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン））』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。証券投資信託協会『証券投資信託年報（平成9年版）』（平成10年、証券投資信託協会）8ページ、50ページ。

- 13) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』平成10年7月号 3-13ページ。
- 14) 証券会社が自社又は外部の投資一任業者を活用したうえで個人投資家の資産の運用・管理を行い、運用資産残高に応じて、運用報酬、売買執行に伴う手数料、口座管理料等を一括して徴収する口座。なお、「ラップ」とは、英語の「Wrap（包む）」の意味で、投資家が支払う手数料が取引ごとではなく運用資産残高に応じて一定で、その中に売買手数料や口座管理料、投資顧問業者への運用報酬などが「包まれている」ことに由来している（金融庁『アクセスFSA』2004年11月号（金融庁ウェブ・ページ <http://www.fsa.go.jp/access/16/200411.pdf>）18ページ）。
- 15) 証券取引審議会総合部会市場仲介者ワーキング・パーティ報告書「顧客ニーズに対応した多様な投資サービス」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f3.htm。

第5節 金融インフラの整備（平成12年証券取引法改正等）

これまで見てきたように、証券市場等に関する総合的な改革であった金融システム改革は、平成10年12月1日の金融システム改革法の施行を中心に、その具体化が急ピッチで進められていった。他方で、平成9年7月以降、「新しい金融の流れに関する懇談会」や、同懇談会報告を踏まえた金融審議会における検討などを踏まえ、平成12年7月1日に証券取引制度の企画・立案や証券市場の運営等の所掌が大蔵省金融企画局から金融庁に移管されるまでの間も、証券市場の改革はさらに進められた。本節では、金融審議会等の検討の流れとその議論を踏まえて措置された、金融システム改革後の主な証券市場改革について述べていくこととする（開示書類の電子化については本章第7節2を参照されたい。）。

1 金融審議会等における審議の概観

（1）「新しい金融の流れに関する懇談会」における検討の概観

金融システム改革に関する平成9年6月13日の金融制度調査会の答申や証券取引審議会の最終報告書において、金融システム改革の進展状況を踏まえつつ、金融サービスを幅広くとらえ、これに整合的に対応し得る新しい法的な枠組み（いわゆる「日本版金融サービス法」）の検討の必要が指摘された。

これを受けて、関係13省庁等¹⁾の共同勉強会である「新しい金融の流れに関する懇談会」が組織された。同懇談会は、平成9年7月4日以降、計16回にわたって新しい金融法制・ルールの枠組みの検討を行い、平成10年6月17日に「論点整理」²⁾を取りまとめた。この「論点整理」は、後述の金融審議会における議論の手がかりとされた。

（2）金融審議会第一部会における検討の概観

平成10年8月6日の第1回金融審議会総会において、大蔵大臣から金融審議会に対し、「21世紀を見据え、安心して活力ある金融システムの構築に向けて、金融制度及び証券取引制度の改善に関する事項について、審議を求める」との諮問がなされた³⁾。これを受け、同年10月29日の第2回金融審議会総会において、今後の審議の運営方針について、金融システム改革が完了し、預金等の全額保護の終了が平成13年に予定されていることを踏まえ、「21世紀の金融取引やサービスのあり方はどのようにあるべきか」について、また、「安心して活力ある金融システムの構築」について審議を行うため、第一部会と第二部会の二つの部会を設けることが了承された⁴⁾。同年12月以降、

各部会においてこれらについての議論が進められた。

このうち、第一部会では、21世紀に求められる金融の役割や、それを支えるルールの在り方といった議論が行われた。具体的には、前述の「新しい金融の流れに関する懇談会」の「論点整理」を手がかりとして、利用者の視点に立った、幅広い金融サービスに対し整合的に規制を行う新しい法的枠組み（「日本版金融サービス法」）を視野に入れた議論が行われた⁵⁾。また、第一部会は、「ホールセール・リーテイルに関するワーキング・グループ」及び「集団投資スキームに関するワーキング・グループ」を設置し、各々のワーキング・グループにおいて専門的・実務的な検討を行った⁶⁾。

平成11年7月6日、第一部会はそれまでの審議における論点を中間的に整理した「中間整理（第一次）」を公表し、パブリック・コメントを求めた。この「中間整理（第一次）」は、①21世紀を展望した金融サービスの在り方、②新しい金融の流れを支えるルールの枠組み等、③新しい金融のルールの枠組みが対象とする金融商品の範囲、④横断的な販売・勧誘ルールとプロ・アマの区分の在り方、⑤集団投資スキームに適用されるルール、⑥ルールの実効性の確保と消費者教育の在り方等に関する論点を整理したものであった。これに対して寄せられたパブリック・コメントなどで金融サービスのルールの枠組みについての早期の法制化への期待が高かったことを踏まえ、同部会は、「中間整理（第一次）」で示した二大テーマである集団投資スキーム及び販売・勧誘ルールの法制化について、最終報告の取りまとめに先駆けて検討を行った。同年12月21日、検討の結果を「中間整理（第二次）」⁷⁾として公表し、①集団投資スキームについて、不動産を含む幅広い資産をその対象とする資産流動化型及び資産運用型スキームの整備、及び②販売業者の説明義務の明確化を中心とした金融商品の販売・勧誘ルールの整備について議論の取りまとめを行った。これを踏まえて、平成12年通常国会で法制化が行われた。

また、第一部会は、平成11年9月22日に「証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ」を設置し、さらに同年11月30日には「証券取引所の組織形態の在り方等に関するワーキング・グループ」を設置して、21世紀の証券市場を支える基盤整備についての検討を開始することとした。このうち証券取引所の組織形態の在り方については、平成12年2月22日、ワーキング・グループ報告を受け、第一部会において、公共性の確保のための措置を講じうえて組織形態の選択肢として株式会社を可能とすべきであると結論付けられ⁸⁾、これを踏まえ、証券取引所の株式会社化について平成12年通常国会で法制化が行われた（本節3（3）参照）。

この後も、第一部会においては、「ホールセール・リーテイルに関するワーキング・グループ」における裁判外紛争処理制度に関する検討や「証券決済システム改革に関するワーキング・グループ」における検討が続けられ、平成12年6月23日に金融審議会答申案が取りまとめられ、同月27日、金融審議会から「21世紀を支える金融の新しい

い枠組みについて」が大蔵大臣に答申された。同答申では、前述の法改正に至る議論等これまでの取組みが振り返られるとともに、「中間整理（第二次）」において引き続き検討すべき課題とされた、金融分野における裁判外紛争処理制度の整備及び消費者教育の充実について取りまとめられ、さらに21世紀の証券市場を支える基盤整備の在り方について、第一部会や「証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ」における検討を踏まえた基本的な考え方が示された⁹⁾。

〔注〕

- 1) 公正取引委員会、警察庁、経済企画庁、法務省、大蔵省、文部省、厚生省、農林水産省、通商産業省、郵政省、労働省、建設省、日本銀行の13省庁等。
- 2) 新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」(平成10年6月17日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/nagare/tosin/1a031aa1.htm。
- 3) 「第1回金融審議会総会議事要旨」(平成10年8月6日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/gijiyosi/1a038a1.htm。
- 4) 「第2回金融審議会総会議事要旨」(平成10年10月29日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/gijiyosi/1a038a2.htm。「金融審議会の部会構成イメージ」(平成10年10月29日第2回金融審議会総会提出資料) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/gijiyosi/ks001d2.htm。
- 5) 「金融審議会中間整理について～第一部会を中心に～」『ファイナンス』平成11年9月号2-9ページ。
- 6) 金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」(平成11年7月6日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003.htm。
一方、第二部会では、「安心で活力ある金融システムの構築」を実現するため、「現在を出発点に、21世紀の金融システムに向けての問題解決の積み上げと環境整備を行うことを課題とする」とされた。具体的には、金融システム改革の積み残しの問題や、不良債権処理と金融システムの再生・安定を図りつつ、どのように21世紀の金融システムにつなげていくかという問題について、①保険相互会社の株式会社化に関するワーキング・グループ、②預金保険制度に関するワーキング・グループ、③個人信用情報保護・利用の在り方に関する合同作業部会（通商産業省の産業構造審議会、割賦販売審議会との合同部会）が設けられて専門的な議論が行われるとともに、第二部会本体においてもこうしたテーマに加えて規制緩和事項等の審議が行われた（「今後の審議会の運営方針について（資料）」(平成10年10月29日第2回金融審議会総会提出資料) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/gijiyosi/ks001d1.htm。「金融審議会中間整理について～第一部会を中心に～」『ファイナンス』平成11年9月号2-9ページ)。
- 7) 金融審議会第一部会「中間整理（第二次）」(平成11年12月21日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin010a.htm。
- 8) 金融審議会答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」(平成12年6月27日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin20000705-2.pdf。金融審議会第一部会「第21回会合議事録」(平成12年2月22日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/gijoroku/b120222.htm。

- 9) 金融審議会答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」(平成12年6月27日) 金融庁ウェブ・ページhttps://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin20000705-2.pdf。

2 「集団投資スキーム」¹⁾に関する法整備等

(1) 「新しい金融の流れに関する懇談会」における検討

「新しい金融の流れに関する懇談会」で取りまとめられた「論点整理」において、新しい金融法制・ルール of 具体的な内容として、①取引ルール：情報開示・説明等とリスクの移転、分別管理と破産リスクからの遮断等、②市場ルール：ディスクロージャー、公正取引ルール等、③業者ルール：販売・勧誘行為に関するルール、利益相反防止義務、業者の適格性等に関するルール等、が記された。また、「集団投資スキーム」に関するルールの在り方として、投資対象や投資ビークルの形態にかかわらず、機能面に着目して、横断的に適用されるルールについて検討していく必要が示された。

(2) 金融審議会における検討

「新しい金融の流れに関する懇談会」が「論点整理」を取りまとめた後、検討は金融審議会に引き継がれた。金融審議会では同第一部会において審議が重ねられ、平成11年7月6日に同部会は「中間整理（第一次）」を取りまとめた。この中で、『日本版金融サービス法』の検討に当たり、最終的な目標として、業の概念をサービスの提供主体から取引行為そのものに係る機能面に重点を移して整理していくことが考えられる」とし、その制度の枠組みの抜本的な変更は、「金融システム改革の進展状況を十分踏まえつつ、市場参加者の実態を踏まえて具体的に検討を進めていくべきである」としたうえで、検討が求められる点として、「①多様な金融商品の登場等に備える横断的な金融商品の販売・勧誘についてのルールの検討、及び②国民に多様なリスクとリターンを組み合わせた商品を提供する集団投資スキームについてのルールの検討を行うこと」を挙げた²⁾。

これを踏まえ、販売・勧誘ルールの制定及び集団投資スキームの法的整理についての審議が進められ、第一部会は、同年12月21日に「中間整理（第二次）」を取りまとめた。この「中間整理（第二次）」においては、金融商品の販売・勧誘ルールの整備について、金融商品の販売に際して、業者が一定の重要な情報を提供する説明義務を、販売業者に共通する基本的な義務として制度化し、これに違反した場合の損害賠償責任が生じる要件等を明確にすることが必要とされた（これを踏まえ制定された「金融商品の販売等に関する法律」（平成12年法律第101号）については、本巻「証券行政」を参

照されたい。)。また、集団投資スキームの整備については、①資産流動化型スキームについて、SPC法を改正し、投資者保護に配慮しつつ法制の簡素化・合理化を図ることにより使いやすい制度に改めるとともに、流動化対象資産を拡大し流動化の器として信託を利用可能とすることにより幅広く利用できる法制とする、②資産運用型スキームについて、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」を改正し、不動産を含めた幅広い資産への投資とその運用が可能となるよう横断的な法制とする、ことが適当であるとされた³⁾。

（3）法改正の概要⁴⁾

この「中間整理（第二次）」を踏まえ、平成12年の通常国会で法制化がなされ、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律」が平成12年5月23日に成立し、同月31日に公布された（同年11月30日施行）。同法により、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」は「資産の流動化に関する法律」に、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」は「投資信託及び投資法人に関する法律」にそれぞれ法律の題名が改められるとともに、次のような改正がなされた⁵⁾。

①「資産の流動化に関する法律」

本改正では、(i)流動化対象資産を、従前の不動産、指名金銭債権から財産権一般に拡大するとともに、(ii)SPC設立手続等の簡素化（登録制を届出制に、最低資本金を300万円から10万円に引下げ。）、(iii)SPCの発行する証券の商品性の改善等（転換社債、優先出資引受権付社債の発行を可能とする、特定資産の原所有者による証券の募集の取扱いを可能とする等。）、(iv)特定資産取得のための借入れを可能とする、(v)資産流動化計画に関する規制の簡素・合理化（定款事項からの除外等。）などの措置がなされた。

また、資産流動化の仕組みとして、従来のSPCを利用する「会社型」に加えて、新たに信託を利用したスキームである「信託型」が創設された。この「資産の流動化に関する法律」により、信託型についても会社型と同様の仕組みが整備され、(i)信託受益権を証券取引法上の有価証券とする、(ii)権利者集会制度を創設し多数決による意思決定を可能とする、(iii)情報開示制度を充実する等の措置が講じられた。

②「投資信託及び投資法人に関する法律」

従来「主として有価証券」とされていた主たる運用対象を不動産等にも拡大するとともに、この拡大に伴い、投資信託委託業者の認可、兼業範囲の拡大、利益相反行為の防止措置、投資者に対する忠実義務、善管注意義務、損害賠償責任等の規定

が整備された。また、信託を利用したスキームについては、投資信託委託業者が運用指図する仕組みに加えて、信託銀行自らが運用する仕組みも整備されている。さらに、流動性が低く個性の強い不動産等への運用が円滑に行えるよう、借入や社債（投資信託債）の発行が可能となった。

〔注〕

- 1) 新しい金融の流れに関する懇談会（本節1（1）参照）による「論点整理」において、「集団投資スキーム」とは、「仕組み行為者（スポンサー）が投資者の資金をプールし、これを専門家（ファンド・マネジャー等）が運用・管理する仕組みであり、その受け皿となるファンド等（いわゆる投資ビークル）は、信託、投資法人、特別目的会社、匿名組合、任意組合、特別勘定等、我が国法制上は、種々の法的形態をとっている。一方、投資者は、受益権者ないし株主、組合員といった持分権者として運用・管理サービスに関与し、リスクテイクを行うとともに、一定のガバナンス機能を担うことになる」と記されている（新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」（平成10年6月17日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/nagare/tosin/1a031a1.htm）。
- 2) 金融審議会第一部会「中間整理（第一次）概要」（平成11年7月6日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin005.pdf。
- 3) 金融審議会第一部会「中間整理（第二次）」（平成11年12月21日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin010a.htm。
- 4) 税制上の措置については、本章第9節を参照されたい。
- 5) 「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律の概要」金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/houan/hou10a.htm。「集団投資スキームに関する法整備について」『ファイナンス』平成12年7月号 2-11ページ。

3 証券取引所の組織形態の改革¹⁾

（1）背景

情報通信技術の飛躍的な発展やクロスボーダー取引の一層の拡大等を背景に、取引所相互間、及び取引所と電子証券取引ネットワーク等との間において、売買注文の獲得等を巡る競争が国内的にも国際的にも活発化していた。こうした中で諸外国では、円滑な資金調達や迅速な意思決定を可能とすることを目的として取引所の非会員組織化を図ろうとする動きが急速に広がり、この動きは、平成11年7月にニューヨーク、ロンドン両証券取引所が非会員組織化の計画を公表したことを契機に特に顕著になっていた（表5-3-4）。

日本においても、金融システム改革の進展につれて、証券会社等の仲介者のみならず投資者、発行会社をも含めた市場利用者のニーズが多様化してきていることに対応して取引所が市場利用者のニーズに的確に答えていくことが一層強く求められるよう

になっていた。

表 5-3-4 諸外国における証券取引所等の株式会社化の動き

○証券取引所

平成10年	10月	オーストラリア証券取引所	株式会社化、株主の会員以外への開放を実施。
	11月	アメリカン証券取引所	株式会社化し、一定の財産権を除き全米証券業協会の傘下に。
平成11年	6月	トロント証券取引所	株式会社化、株主の会員以外への開放に会員が同意。
	7月	ロンドン証券取引所	昭和61年に株式会社化済。株主の会員以外への開放の計画を発表。
	7月	ニューヨーク証券取引所	株式会社化、株主の会員以外への開放の計画を発表。
平成12年	3月	ロンドン証券取引所	株主の会員以外への開放に会員が同意。

(注) 上記以外で株式会社化済の主な証券取引所は次のとおり。

- (1)株主を会員に限定しているもの パリ、香港（いずれも、株主の会員以外への開放を計画中）
 (2)株主を会員以外に開放しているもの ドイツ、ストックホルム、アムステルダム、シンガポール

○先物取引所

平成11年	4月	ロンドン国際金融先物 オプション取引所	昭和57年に株式会社化済。株主の会員以外への開放を実施。
	7月	シカゴ商品取引所 (CBOT)	株式会社化の計画を発表。
	11月	シカゴ・マーカントイル 取引所 (CME)	同上。

(注) 上記以外で株式会社化済の主な先物取引所は次のとおり。

- (1)株主を会員に限定しているもの パリ (MATIF)
 (2)株主を会員以外に開放しているもの ユーレックス、ストックホルム、シンガポール

(出所) 『証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律』について『ファイナンス』平成12年7月号 20ページより作成。

(2) 金融審議会における検討

こうした状況の下で、金融審議会第一部会は平成11年11月30日に「証券取引所の組織形態の在り方等に関するワーキング・グループ」を設置した。同ワーキング・グループはその後5回の会合を重ね、証券取引所の組織形態の在り方等について検討を行った。その結果、金融審議会第一部会は平成12年2月22日に報告書「証券取引所等の組織形態の在り方について」を取りまとめ、公表した。

同報告書においては、証券取引所の株式会社化について、①意思決定の迅速化、②システム投資が極めて重要となっている状況の中で資金調達方法の多様化、円滑化、③関係者の意識変革、④証券市場全体の機能強化といったメリットが挙げられるとともに、その実施に際しては、公正な価格形成を実現するという取引所市場の高い公共性を維持していくことが引き続き不可欠であり、営利性と公共性とのバランスをいかに確保していくかが重要な課題であるとされた。そのため、証券取引所が株式会社化

された場合においても、証券取引所が法令等のルールの遵守を取引参加者に求めるべきであることを法的に明確にするべきであり、証券取引所が必要な措置をとらない場合には行政処分を行うなどの措置が講じられるべきであるとされた。また、株式会社化された証券取引所の経営について、公共性、中立性、信頼性を確保する観点から、①株式保有割合について、経営に対するチェック機能が低下する可能性等に留意し、過度に制限的とならないよう配慮しつつ一定の制限を設けること、②業務の範囲を証券市場の運営に関連するものに制約することに加え、③財務の健全性確保の観点から、資本額の最低限度を定める等の措置を講じること等が求められた。なお、株式会社化のメリットの現れ方は各証券取引所の置かれた環境により異なることから、その法制化に当たっては、そうした状況にも十分配慮し、会員組織形態も引き続き可能とするべきであるとされた。店頭売買有価証券市場の運営については、例えば業務委託²⁾などの方法により株式会社組織を活用できる方法を検討すべきであるとされた。また、金融先物取引所についても、証券取引所と併せて、株式会社化を可能とする措置を講じることが適当であるとされた。

（3）株式会社形態の導入に係る法改正の概要

平成12年2月の金融審議会第一部会の報告書を踏まえ、「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律」が平成12年5月23日に成立し、同月31日に公布となった。同改正は、証券取引所等の組織形態として従来の会員組織に加え株式会社を可能とするものであった。株式会社形態の導入に係る法改正の概要は以下のとおりである。

①有価証券市場の開設の免許

従前の証券取引では、「証券取引所」は「株式会社」等と同じく法人の組織形態を指す概念であり、証券取引所に対する免許は、その設立に対する免許として位置付けるいわゆる免許主義が採られていた。しかし、新たに導入される株式会社の設立は準則主義をとる商法の規定に基づき行われるものであり、その設立について、それまでの免許主義を維持することはできなかった。そのため、それまでの証券取引所の設立に対する免許を有価証券市場の開設に対する免許に改め、有価証券市場の開設に対する免許は会員組織（新たに「証券会員制法人」と呼称。）と株式会社とに対して共通に適用される仕組みとした。

また、証券取引所及び証券業協会が開設する市場をそれぞれ取引所有価証券市場、店頭売買有価証券市場と定義したうえでこれらに類似する市場の開設を禁止することとしていたが、これを無免許での市場の開設を禁止する仕組みに変更した。なお、(i)証券業協会が店頭売買有価証券市場を開設する場合、又は、(ii)証券会社や登録金融機関が、証券取引法等の関係法令に従って有価証券市場の開設を行う場合（高度

な価格形成機能を有する等の特性を有する場合を除く。）については、無免許での有価証券市場の開設禁止の適用除外とした。

②公共性の確保のための措置

証券取引所の公共性を確保するため、次のような措置が講じられた。

- (i)最低資本金額の設定：証券取引所の運営に支障をきたすことのないよう、その財務の健全性を確保する必要がある。そのために株式会社形態の証券取引所について、その最低資本金額を政令で定めることにより、証券取引所に対し一定の財産的基礎を有することを求めた³⁾。また、減資の際にはあらかじめ行政当局の認可を受けなければならないとした。
- (ii)株式保有制限（5%ルール）：株式会社形態の証券取引所の運営が特定の少数の者に委ねられ公正性・中立性・信頼性が損なわれることのないよう、何人も一定割合を超えて株式会社形態の証券取引所の株式を保有してはならないこととした。具体的な水準については、株式会社形態の証券取引所のメリットの一つとしてガバナンス機能の向上があるが、株式保有に対する制限が過度な場合にはこれが減殺されかねないことに配慮し、5%とすることとした。
- (iii)業務範囲の制限：証券取引所について、有価証券市場の運営という公共性の高い業務を安定的に運営させるため、その業務範囲を有価証券市場の開設及びそれに附帯する業務に制限することで本来の業務に専念させることとした。本規定は、株式会社組織の証券取引所だけでなく会員組織の証券取引所も対象とした。
- (iv)自主規制機能の明確化等：株式会社形態の証券取引所についても、会員組織の証券取引所と同様に、自主規制機能を担わせることとした。また、実効性を確保する観点から、自主規制ルール等に違反した取引参加者に制裁措置を講じない証券取引所に対して行政当局が免許の取消し等の処分を行うという会員組織の証券取引所に対する監督規制の枠組みを、株式会社形態の証券取引所に対しても適用することとした。
- (v)監督の充実：行政当局の監督については、基本的に現行の枠組みを維持することとした。ただし、株式会社は利益の追求を目的とする組織であることを踏まえ、株式会社形態の証券取引所の業務の適切性及び財務の健全性を維持するため、(iii)の業務範囲の制限等に加えて、業務の運営や財産の状況に関しても行政当局が監督上必要な措置をとるべきことを命じることができることとした。
- (vi)株式の自市場への上場についての承認制：証券取引所の証券市場における役割の重要性にかんがみ、証券取引所又はその子会社が発行者である有価証券を当該証券取引所がその開設する有価証券市場に上場（廃止）しようとするとき

は、行政当局の承認を受けなければならないこととした。

③組織変更の手続について

組織変更計画書の総会での承認、会員への株式の割当て、組織変更時の会員外への株式の発行、組織変更の行政当局による認可など、会員組織の証券取引所が株式会社形態に組織を変更するための手続について所要の規定を整備した。

こうした証券取引所等の株式会社化に係る改正証券取引法は、平成12年12月1日に施行された⁴⁾。

〔注〕

- 1) 「『証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律』について」『ファイナンス』平成12年7月号 18-26ページ、「証券取引法及び金融先物取引法改正の概要」金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/houan/hou09a.htm。「金融審議会第一部会「証券取引所等の組織形態の在り方について」『証券』平成12年3月号 63-72ページ。金融審議会第一部会「第21回会合議事録」（平成12年2月22日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/gijoroku/b120222.htm。
- 2) 同報告書で、証券業協会は幅広い自主規制機能を有していることから、店頭売買有価証券市場の運営については、株式会社組織を活用する場合であっても引き続き、証券業協会が自主規制機能を維持していくべきであるとされている。
- 3) 最低資本金額については、平成12年11月17日に政令が公布され、証券取引所の運用に支障をきたすことのないよう、財務の健全性を確保する必要性、水準によっては新規参入による市場間競争を抑制する可能性等を勘案し、他の金融機関の事例等をも参考に、10億円とされた（『金融庁の1年（平成12事務年度）』47-48ページ）。
- 4) 同法に基づき、平成13年4月に大阪証券取引所、同年11月に東京証券取引所、平成14年4月に名古屋証券取引所、平成16年4月に東京金融先物取引所が株式会社へ組織変更を行った（『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン））』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf）。

4 証券決済システムの整備に向けた検討

（1）金融審議会における検討

証券取引においては、決済の安全性や効率性に対する信頼が確保されてはじめて、投資家等は取引に積極的に参加する。したがって、証券決済システムは証券市場の重要な基盤といえるが、①欧米主要国において、証券集中保管機構がDVPを実現しつつ、一層の効率化に取り組んでいること、②アジアにおいても韓国、台湾、香港では証券集中保管機構が、広範な有価証券を取扱い、取引日の翌々日における証券決済

(T+2) を実現していること、③IOSCO等の国際機関において証券決済についての国際標準とされるG30等の勧告のアップデート作業が行われていること等の国際的潮流の中、日本の証券市場の国際的地位が低下することのないよう、決済をより安全で効率性の高いものに改革していくことが課題となっていた¹⁾。

こうした中、平成11年9月22日、日本の証券決済システム改革の在り方について検討を行うため、金融審議会第一部会に「証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ」が設置された。同ワーキング・グループは11回の会合を重ね、平成12年6月16日に最終報告²⁾を取りまとめた。同報告は、当時の証券決済システムの基本的な問題点として以下の4点を挙げた。

- ①証券決済制度の分立：証券決済が有価証券の種類ごとに異なる法制に基づいて行われており³⁾、統一的に規律するルールが存在しない。その結果、証券決済機関が有価証券ごとに別々に存在し、異なるルール・手続で決済が行われている。これが様々な複雑さや非効率をもたらしている一因となっている。
- ②効率的決済の観点から見たペーパーレス化の遅れ：有価証券の流通段階におけるペーパーレス化が遅れており、権利の移転等に券面の引渡しを必要とする場合が依然として多い。また、既に存在するペーパーレス化の仕組みとして株券や国債の振替決済制度と社債等の登録制度とがあるが、いずれの仕組みも問題を抱えている⁴⁾。
- ③電子化の遅れ：様々な事務処理における電子化、とりわけSTP⁵⁾化が遅れているため、事務の効率化、決済期間の短縮の大きな障害となっている。
- ④DVPの未実現：株券や転換社債など有価証券の種類によっては決済リスクを低減するための有効な仕組みであるDVPが実現していない。

こうした証券決済システムの問題点を解決するとともに、証券決済に係るリスク⁶⁾とコストの低減を図り、使い勝手が良く、日本の証券市場の国際競争力の強化に資する証券決済システムを構築するという改革の目標を達成するために、同報告では以下に掲げる具体的方策に取り組むことが必要であるとされた。

①統一的な証券決済法制の整備

(i)有価証券の流通段階におけるペーパーレス化（不動化・無券面化）の拡充を図るため、有価証券の種類や証券決済機関の担い手にかかわらず、共通のルールの下で決済が行われるための統一的な証券決済法制を整備する必要がある。その具体的な在り方については、あらゆる種類の有価証券を保振法の対象とすることや、保管振替機関へ預託された株券に係る少数株主権の行使が制約される問題等の預託率向上の障害となっている問題の解決、等による保管振替決済制度の改善を検討すべきである。また、無券面化法制を整備⁷⁾する方式として、

現行制度のみなし預託制度の拡充や電子登録による振替決済制度の整備が考えられる。

- (ii)社債等の決済の効率化のためには、社債等登録法の部分改正のみで対処することは困難であり、統一的な証券決済法制の考え方と整合性を取りつつ、社債決済制度を新たな制度（みなし預託制度の拡充（保管振替機関が社債を扱えるようにする考え方）や、電子登録による振替決済制度。）へ移行させるべきである。
- (iii)証券決済機関の在り方について、共通のルールの下で決済が行われるための統一的な証券決済法制を整備していくことが必要であり、同法制に基づき、多様な有価証券を取り扱う証券決済機関が実際に現れることが望ましい。なお、証券決済機関が複数存在する場合には、個々の情報処理システムの仕様は標準化されるべきである。

②STP化

- (i)取引報告書及び信託財産運用指図書の電子化： 機関投資家又は信託銀行が約定照合を行う書面を電子化する必要がある。
- (ii)有価証券の横断的な照合システムの構築： 異なる種類の有価証券取引であってもメッセージ・フォーマットを標準化し、横断的な照合システムを構築する必要がある。

③DVPの実現等

- (i)DVPの実現に伴う問題の解決： ある取引参加者の債務不履行が清算機関や他の取引参加者に悪影響を及ぼすことを回避するセーフ・ガードを整備するため、決済途上にある証券の担保化等の措置が必要である。その際、担保法制上の諸問題について、安全性、効率性の観点から検討する必要がある。
- (ii)フェイル・ルール等の確立： DVPを確保しつつ決済期間を短縮化した場合、決済期日に証券引渡しが行われない事態（フェイル）の増加が予想されるため、一定のコストの支払による証券の引渡しの繰り延べ等のフェイル時のルールを策定し普及させることが必要である。

④クロスボーダー取引の決済の円滑化

国内の証券決済機関と国外の証券集中保管機構が相互に口座の開設を可能とするなど、内外の証券決済機構の連携が必要である。その際、内外の法制度等の整合性の確保について検討する必要がある。また、国際的に整合性のとれた照合システムの構築やメッセージ・フォーマットの標準化も決済円滑化のためには重要である。

また、同報告は、改革の進め方について、(i)T+1を目指した決済期間の短縮化、すべての証券取引におけるDVPの実現のための法制度の整備、市場慣行等の見直しについては、システム構築に要する期間なども勘案し速やかに検討のうえ実施するこ

とが重要であるとし、(ii)統一的な証券決済法制の整備については、既存の制度からの円滑な移行に配慮し、関連する諸制度との関係を整理しつつ、整備が可能な方式・有価証券から法制の整備を行っていくことが適当であるとし、(iii)社債等登録制度に基づく決済制度に関しては、法制の整備に要する期間や既存のシステムからの円滑な移行を考慮すると、数年後には新たな制度に移行させることを目安として法制の整備を行うことが望ましいとした⁸⁾。

(2) CPのペーパーレス化に関する検討

こうした金融審議会における証券決済システム全般の横断的な検討に先立って、CPのペーパーレス化について、平成11年4月27日、法務省民事局、大蔵省金融企画局は共同で「CPのペーパーレス化に関する研究会」を開催し検討を始めた。検討の背景として、CPは約束手形であり権利の発生、移転、償還等に当たり券面を必要とすることから発行会社等から発行段階における券面の作成事務の負担が大きいことや、発行、償還、流通について資金の受け入れが即日に行えないことが指摘⁹⁾されており、同年3月30日に閣議決定された「規制緩和推進3か年計画（改定）」において「券面を必要としないCPの発行、移転、償還等の在り方について、実現するための立法措置を含め、関係団体等の参加を得つつ、早期に検討を開始し、早期に結論を得る」（平成11年度に検討結果を取りまとめる。）とされていた¹⁰⁾。

同研究会においては、同年4月27日の第1回会合以降、9回にわたる検討が重ねられ、平成12年3月29日に「CPのペーパーレス化に関する研究会報告書」が取りまとめられた。その概要は以下のとおりである¹¹⁾。

- ①法制度の整備の必要性： 券面に代わる電子的な記録を基礎として権利の発生、移転、消滅等が決定されるものとするのが適当であり、このような電子的な処理に権利の発生、移転、消滅等の効果を付与する法制度の整備が必要である（金融審議会において検討されている証券決済システムの改革（本節4（1））の動向にも配慮する必要がある。）。
- ②CPの商品性と法制度の枠組み： 新たなCPについては、基本的には現行の商品性（額面1億円以上、期間1年未満等）を踏襲すべきであり、証券取引法上の有価証券として取り扱うことが適当である。他方、法制化の際には、法人の資金調達のための諸制度（特に社債制度）との整合性、利用可能性等を勘案して、新たな法制度の適用範囲について十分検討するべきである。
- ③法整備の基本的な枠組み： 券面の発行又は不発行にかかわらず、効率的な十分に整備された証券集中保管機構による振替により権利の移転が生ずるブックエントリー・システムとすることが現時点の世界標準であり、G30勧告及び国際証券サービス協会（ISSA：International Securities Services Association）修正勧告の趣

旨にも沿うものであるから、現時点では電子登録方式（登録機関における電子登録を権利関係の基礎とするもの。）を基本として立法措置を講じることとし、電子証券方式（個々の電子的な記録を権利関係の基礎とするもの。）は今後の検討課題とすることが適当である。

- ④法案に盛り込むべき事項： 電子登録機関については、主務大臣が登録機関を指定し、その監督について所要の規定を設ける。その他、債権の発生等の法律上の効果、電子登録機関等の賠償義務等の規定を設ける。

なお、この後、CPのペーパーレス化については、同研究会の検討結果を踏まえながら、証券決済システムの改革に向けた法制度の整備にも配慮しつつ金融庁、法務省の共同で立法作業が進められた¹²⁾。

〔注〕

- 1) 平成9年の金融システム改革においても、「国際的な動きを見据えながら、株券か債券か、あるいは、取引所取引か店頭取引かにかかわらず、より包括的な清算・決済を行うための仕組みの構築を視野に入れ、全ての関係者が積極的に取り組むことが重要である」とされ、「今後、中長期的な観点から我が国の証券決済制度の整備を図っていくことも必要」とされていた（証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm）。
- 2) 金融審議会第一部会証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ報告「21世紀に向けた証券決済システム改革について」（平成12年6月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin20000705-2.pdf。
- 3) 株式については保振法、社債等一般債については「社債等登録法」（昭和17年法律第11号）、国債については「国債二関スル法律」（明治39年法律第34号）に基づき、それぞれ決済が行われていた。
- 4) 振替決済制度については、日本銀行の国債振替決済制度と保振法に基づく振替決済制度があるが、前者は国債についてのみの仕組みであり、後者は現実には株式が中心の制度であり、すべての有価証券を包括的に規律する仕組みがなかった。また、株券の保管振替機関への預託率は3割程度にとどまり、決済の効率化が進んでいなかった。社債等一般債については、160余りの登録機関を接続したオンライン・ネットワークの構築が進んでおらずオンラインと書面による移転登録請求とが混在する状態にあった。また、受寄者名義登録ができない等、決済の一層の効率化が困難な状況にあった（金融審議会第一部会証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ報告「21世紀に向けた証券決済システム改革について」（平成12年6月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin20000705-2.pdf）。
- 5) STP（Straight Through Processing）：証券取引の約定から決済に至る一連の作業が、標準化されたメッセージ・フォーマットを用いて電子的に行われ、一度入力されたデータが、人手による加工を経ることなくシームレスに処理されること（金融審議会第一部会証券決

済システムの改革に関するワーキング・グループ報告「21世紀に向けた証券決済システム改革について」（平成12年6月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin20000705-2.pdf。

- 6) 金融審議会第一部会証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ報告では、決済システムの安全性や信頼性は、証券市場の安定や投資者保護を図る観点から極めて重要であることから、改革に当たっては、決済リスクの低減の重要性について十分認識すべきであるとされ、すべての有価証券についてDVPの実現を図るとともに、決済期間を短縮化し取引日の翌日における決済（T+1）の実現を目指すべきである、とされた（金融審議会第一部会証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ報告「21世紀に向けた証券決済システム改革について」（平成12年6月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin20000705-2.pdf）。
- 7) 金融審議会第一部会証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ報告では、「コマーシャル・ペーパー（CP）のペーパーレス化を可能とするために検討されている電子的な登録を権利関係の基礎とする債権に関し、無券面化法制の一環として整備していくことについても、さらに検討を要すると考えられる」とされた（金融審議会第一部会証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ報告「21世紀に向けた証券決済システム改革について」（平成12年6月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin20000705-2.pdf）。
- 8) その後まず、「短期社債等の振替に関する法律」によって、CPについてペーパーレスの振替制度が整備された。次に、「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律」（平成14年法律第65号、証券決済システム改革法（平成14年6月12日公布、平成15年1月6日施行（一部を除く））によって、社債・国債等までペーパーレスの対象範囲が広げられた。さらに、「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律」（平成16年法律第88号、平成16年6月9日公布、平成21年1月5日施行）により株券がペーパーレスの対象となった。これらの措置で証券決済法制の統一とペーパーレス化が実現することとなった。また、保振法の改正（平成13年法律第69号、平成13年6月27日公布、平成14年4月1日施行（一部を除く））等により証券決済に関わる組織も整備された（『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン））』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律の施行期日を定める政令」（平成20年政令第350号））。
- 9) 金融審議会第一部会第23回会合議事録（平成12年4月28日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/gijoroku/b120428.htm。
- 10) 法務省・大蔵省「「CPのペーパーレス化に関する研究会」の開催について」（平成11年4月23日新聞発表）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/jouhou/kinki/ki013.htm。
- 11) 「CPのペーパーレス化に関する研究会報告書」（平成12年3月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/cp/houkoku/cp01.pdf。金融審議会第一部会第23回会合議事録（平成12年4月28日）金融庁ウェブ・ページ http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/gijoroku/b120428.htm。
- 12) 金融庁「内外からの規制緩和要望等に対する検討状況（中間公表）」（平成13年1月26日）

(金融庁ウェブ・ページ<https://www.fsa.go.jp/news/newsj/f-20010126-3.html>) 115ページ。

平成13年の通常国会において「短期社債等の振替に関する法律案」が平成13年6月20日に可決、同法は成立し、同月27日に公布された(平成13年法律第75号、平成14年4月1日施行)。

第6節 公正取引の確保

市場の公正さ、透明さの確保は、自主的な投資判断を促すうえでの前提といえる。新たな商品やサービスが開発・導入され、取引が高度化・複雑化していく中において、市場が投資家にとって信頼され得るものとなるために、公正取引ルールの整備が進められることは極めて重要であった。金融システム改革においては、市場の公正性、透明性の確保の観点から、取引形態の多様化等の環境変化に対応して、公正取引ルール等の整備・拡充が行われた¹⁾。また、金融不祥事（本巻「証券行政」第2章参照）を踏まえその再発防止を図るとともに、金融システム改革に向けて金融システムの健全性を確保し、公正かつ透明な金融・証券市場の構築を図る観点から、不公正取引等に対する罰則が強化された²⁾。以下ではこれらを中心に公正取引ルールや罰則規定の整備・拡充等について記す。

〔注〕

- 1) 証券取引審議会「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」(平成9年6月13日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm。『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン））』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。
- 2) 「罰則の整備のための金融関係法律の一部を改正する法律の概要」『旬刊 商事法務』平成10年1月25日号 2-5ページ。

1 罰則規定の整備

証券取引法の行為規制違反に対する罰則については、金融システム改革の検討過程において、自由化された証券市場において公正な競争を確保するためには、それまで以上に明確かつ合理的な市場ルールの整備し、ルール違反に対する処分・罰則の適用を厳格に行うことが必要であるとの考え方を基本に、公正取引ルールの整備・拡充と併せて、その充実を図ることが検討されていた¹⁾。こうした中、平成9年半ば以降金融不祥事が大きな社会問題となり、その再発防止を図ることが喫緊の課題となった。そこで、金融システム改革法の成立に先立つ平成9年の臨時国会において、金融不祥事を踏まえその再発防止を図るとともに、金融システム改革に向けて金融システムの健全性を確保し、公正かつ透明な金融・証券市場の構築を図る観点から、「罰則の整備のための金融関係法律の一部を改正する法律」が制定されることとなった。「罰則の整備のための金融関係法律の一部を改正する法律」は、銀行、証券会社等の検査回

避・虚偽報告等に対する罰則の強化、証券市場等における不公正取引やディスクロージャー違反等に対する罰則の強化等を図るために、銀行法、証券取引法等の金融関係法律の罰則規定の整備を行ったものであった。

このうち証券取引法における罰則規定の整備の概要は次のとおりである²⁾。まず、証券会社の検査回避・虚偽報告等に対する罰則が強化され、従前の「50万円以下の罰金（法人に対しても50万円以下の罰金。）」が、「1年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金（又は併科。以下同じ。）（法人に対しては2億円以下の罰金。）」とされた。また、証券会社の業務停止命令違反に対する罰則も、従前の「1年以下の懲役若しくは100万円以下の罰金（法人に対しても100万円以下の罰金。）」から「2年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金（法人に対しては3億円以下の罰金。）」とされた。

不公正取引に対する罰則も強化された。相場操縦に対する罰則は、従来の「3年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金（法人に対しては3億円以下の罰金。）」が「5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金（法人に対しては5億円以下の罰金。）」とされた。損失補てんを行った業者（証券会社やその代表者・使用人等。）に対する罰則は、従来の「1年以下の懲役若しくは100万円以下の罰金（法人に対しては1億円以下の罰金。）」が「3年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金（法人に対しては3億円以下の罰金。）」とされた。インサイダー取引に対する罰則については、それまでの事件を通じてインサイダー取引の違法性、害悪性等が格段に高まったこと等を踏まえ³⁾、従来の「6月以下の懲役若しくは50万円以下の罰金（法人に対しても50万円以下の罰金。）」が「3年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金（法人に対しては3億円以下の罰金。）」とされた。

また、証券取引法のディスクロージャー違反に対する罰則の強化も行われた。例えば、重要事項に虚偽記載のある有価証券報告書を提出した場合の罰則は、従来は「3年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金（法人に対しては3億円以下の罰金。）」であったが、改正後は「5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金（法人に対しては5億円以下の罰金。）」とされた。なお、有価証券報告書等の監査等を行う公認会計士、監査法人等による検査回避・虚偽報告に対する罰則についても併せて強化された。

〔注〕

- 1) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。証券取引審議会「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」（平成9年6月13日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm。
- 2) 本項の以下の記述は、「罰則の整備のための金融関係法律の一部を改正する法律の概要」『旬刊 商事法務』平成10年1月25日号 2-5ページによる。

- 3) インサイダー取引に対する罰則の強化の必要性については、証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ主査報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」(平成9年5月16日)、証券取引審議会「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」(平成9年6月13日)、大蔵省「金融システム改革のプラン～改革の早期実現に向けて～」(平成9年6月13日)においても明記されていた。

2 金融システム改革法における公正取引規定の整備

先述のとおり、金融システム改革では、自由化された証券市場において公正な競争を確保するためには、それまで以上に明確かつ合理的な市場ルールを整備することが必要であるという基本的考え方に立って、証券市場の自由化に応じた公正な競争の確保という観点から、取引形態の多様化等に対応した公正取引規定の整備・拡充、罰則の強化(本節1参照)等が必要と考えられた¹⁾。

また、平成9年11月以降、市場において各種情報に基づき一部特定の銘柄の株価が大きく変動し、これに伴い株式市況全体も大きく変動していたことを受け、平成10年1月6日、大蔵大臣は市場の公正性・透明性の確保に関する大臣談話²⁾を発表し、①不公正取引に対する証券取引等監視委員会による厳正な対応、②東京証券取引所による集中的な売買審査等の要請³⁾、③空売り規制の見直し、④ルール違反に対する厳正な対処(相場操縦等による利得の没収規定の創設等⁴⁾)、を講ずることを表明した。

こうした状況の下、金融システム改革法によって、以下のような公正取引規定の整備・拡充が実施された。

(1) 新たな商品・取引の導入等を踏まえた公正取引規定の整備・拡充

金融システム改革法による証券取引法の改正では、有価証券の定義の拡充、有価証券店頭デリバティブ取引の導入、連結ベースのディスクロージャーへの移行(本章第7節3(1)参照)、取引所集中義務の撤廃等に対応して、風説の流布、相場操縦、インサイダー取引等の不公正取引に関する規定が整備された⁵⁾。その主な内容は次のとおりである。

まず、新たに導入された有価証券店頭デリバティブ取引が風説の流布、相場操縦、インサイダー取引等の規制対象の取引に加えられるとともに、新たに有価証券と定義されたカバードワラントやDR(預託証券)がインサイダー取引の規制対象とされるなど、新たな商品・取引に対応した公正取引規定が整備された。

相場操縦の禁止規定については、有価証券の現物価格とデリバティブ取引における価値とが相互に密接に関連することを踏まえ、現物市場と先物市場等の異なる市場にまたがる相場操縦を規制対象とするよう規定が整備された。また、相場操縦や安定操

取引に係る規制は従来、取引所集中義務の存在を前提に主として取引所有価証券市場における売買を対象とするものであったが、取引所集中義務の撤廃に伴い取引所外における上場有価証券等の売買が可能となったことから、取引所外における上場有価証券等の売買を通じた相場操縦等も規制対象とする⁶⁾よう規定が整備された。

インサイダー取引規制については、持株会社の解禁や連結ベースのディスクロージャーへの移行に伴い、規制対象となる「会社関係者」や「重要事実」の範囲が拡大された。具体的には、まず平成10年12月1日施行分の改正で、会社関係者の範囲に上場会社等の「親会社」の役員等を含めることとされた。これにより、例えば上場会社の親会社である持株会社の役員が、その子会社である当該上場会社に係る未公表の重要事実を知りながら当該上場会社の株式を売買することが規制対象となった⁷⁾。次に平成12年7月1日施行分の改正では、インサイダー取引規制の「重要事実」の範囲が連結ベースに拡大されるとともに、子会社の情報を知り得る立場にある「子会社」の役員等も規制対象とされた⁸⁾。具体的には、①「重要事実」の範囲に、上場会社等の「企業集団」の決算情報を追加するとともに、上場会社等の「子会社」に生じた一定の事実（例えば子会社の合併等、親会社である当該上場会社等の連結財務諸表に影響を与えるもの。）を当該上場会社等の「重要事実」に追加する、②「会社関係者」の範囲に上場会社等の「子会社」の役員等を含めることとされた。これらの改正により、上場会社等の役員等が、その子会社の未公表の重要情報を知りながら当該上場会社等の株式等を売買することや、上場会社等の子会社の役員等が当該子会社の未公表の重要事実を知りながらその親会社である当該上場会社等の株式等を売買すること等が規制対象となった。

さらに、風説の流布、相場操縦、インサイダー取引等の不公正取引により得た財産を没収（これを没収できないときには追徴）する旨の規定が新設された。この不公正取引による利得の没収の規定については、平成10年1月6日の大蔵大臣談話において証券取引法に創設することが示されていたものであった。

これらの改正事項に係る多くの規定は平成10年12月1日より施行されたが、上述のとおり、連結ベースのディスクロージャーへの移行に伴うインサイダー取引規制の整備に係る規定は平成12年7月1日に施行された。

（2）空売り規制の見直しと施行の前倒し

空売り規制については、有価証券を「有しないで」売り付ける行為を空売りと定義してこれを規制しており、有価証券を「借り入れて」売り付ける行為については空売り規制の対象としてこなかった。これに対して、有価証券を「借り入れて」売り付ける行為がバブル崩壊後の株価の急激な下落の一因となったとの指摘⁹⁾もなされていた。こうした中、平成10年1月6日の大蔵大臣談話において、空売りについて、相場の下

落傾向を激化させるおそれや相場操縦に利用されるおそれがあるとの指摘に適切に対応する必要があるため、借り入れた株券を売り付ける行為についても空売り規制が適用されるよう新たな立法措置を講じるとの方針が示された。これを受け、金融システム改革法による証券取引法の改正により、有価証券を「借り入れて」行う売付けについても空売り規制の対象とされるとともに、有価証券を「借り入れて」行う売付けの委託・受託も規制対象に含められた。併せて、罰則の適用対象が取引所会員証券会社等から売付けを委託・受託した者等に拡大された。

これらの改正を盛り込んだ金融システム改革法は平成10年6月5日に成立した。同法では、空売り規制に係る規定については同年12月1日を施行日とするとされていた。しかしその後も、各種情報に基づき一部特定の銘柄の株価が大きく変動し、これに伴い株式市況全体も大きく変動したとの指摘がなされ、空売り規制の改正に関して、同年12月1日の施行を前倒して施行することを内容とする議員立法（「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律の一部を改正する法律案」）が国会に提出されることとなった。同改正法は、同年10月9日に成立し、10月13日に公布され（平成10年法律第118号）、金融システム改革法のうち空売り規制に関する規定は同月23日より施行された¹⁰⁾。

〔注〕

- 1) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」（平成9年5月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。
- 2) 「大蔵大臣談話」（平成10年1月6日）『金融』平成10年2月号70-71ページ。
同談話は、同日、大蔵大臣、東京証券取引所理事長、日本証券業協会会長代行との間で意見交換が行われ、市場の公正性・透明性の確保の重要性について意見の一致を見たことを受けて発表された。
- 3) 大蔵大臣談話に先立つ平成9年12月24日には、証券取引等監視委員会から大蔵大臣に対して建議が行われた。これは、大手証券会社による損失補てん事件についての犯則調査等の結果行われたもので、建議事項は委託注文と自己の計算による取引との区分の制度化等であった（証券取引等監視委員会『証券取引等監視委員会の活動状況』平成9年度版（平成10年10月）23-26ページ）。大蔵大臣談話では、「東証による集中的な売買審査等」の一環として、この建議を踏まえ、「証券会社の自己取引と委託注文を区分発注をできるだけ早期に義務づけることにより、それにより得られた資料を取引所等において売買審査に活用できるようにする」とされた。
- 4) 大蔵大臣談話においては、「ルール違反に対する厳正な対処」の一環として、相場操縦等による利得の没収規定の創設とともに「自主規制機関による過剰金の引上げ」が示された。その後、各証券取引所及び日本証券業協会において、平成10年2月1日から会員の処分に係る過剰金が引き上げられた（「定款」の一部改正について）『証券業報』平成10年2月号6-9ページ。証券取引等監視委員会『証券取引等監視委員会の活動状況』平成10年度

版(平成11年10月)83ページ、86ページ。『開設五十周年記念 大阪証券取引所史 第4巻』(平成14年、大阪証券取引所)324ページ)。

- 5) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』平成10年7月号3-13ページ。
- 6) 取引所外における上場有価証券等の売買を通じた相場操縦等も規制対象とすることについては、証券取引審議会第4回公正取引部会(平成9年11月25日)審議資料「(1)公正取引ルールの整備」(金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/gijiyosi/ka002c2.htm)において示されていた。
- 7) この後、「会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する省令」が改正され(平成11年4月2日公布、同月22日施行)、インサイダー取引規制における重要事実の軽微基準が「資産の総額」から「純資産額」を基準とするものとされた。これは、平成11年4月より臨時報告書の提出事由における「重要性の基準」が、「資産の総額」を基準とするものから「純資産額」を基準とするものへと見直されたこと(本章第7節3(1)参照)に伴うものであった。
- 8) 大蔵省「内部者取引規制(インサイダー取引規制)に係る政令等の一部改正について」(平成12年5月12日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/jouhou/kinki/ki025b.htm。
- 9) 『平成20年度総合評価書(金融システム改革(日本版ビッグバン))』(平成20年8月)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。「株式店頭市場における借り株制度の導入及び未登録・未上場株式等の企業内容開示等に係る「店頭における有価証券の売買その他の取引に関する規則」(公正慣習規則第1号)等の一部改正について」『証券業報』平成9年7月号17-31ページ。
- 10) 金融審議会総会「証券市場における空売り規制の施行について」(平成10年10月29日第2回総会提出資料)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/gijiyosi/ks001b1.htm。「有価証券の空売りに関する規制の前倒し施行に係る関係法律及び政省令の一部改正について」『証券業報』平成10年10月号9-18ページ。

3 商法改正等に伴うインサイダー取引規制の整備

本章対象期間中には、企業の組織再編成に係る会社法制の整備や累次にわたる自己株式取得規制の緩和が行われ、これらに伴って証券取引法のインサイダー取引規制に係る規定の整備も行われることとなった。

まず、企業の組織再編成に係る会社法制の整備の関連では、平成11年8月13日公布の改正商法及び平成12年5月31日公布の改正商法により株式交換・株式移転制度及び会社分割制度が創設された際、併せて証券取引法も改正され、株式交換・株式移転の決定、会社分割の決定がそれぞれ、証券取引法のインサイダー取引規制における「重要事実」とされた。

次に、自己株式取得規制の緩和の関連では、平成9年5月21日公布の株式消却特例法により取締役会決議による自己株式の利益消却が認められるようになったことに伴

い証券取引法が改正され、株式消却特例法に基づく自己株式の取得の決定が証券取引法のインサイダー取引規制における「重要事実」とされた¹⁾。また、平成10年3月30日公布の改正株式消却特例法では、資本準備金による自己株式の取得について証券取引法のインサイダー取引規制が適用される旨の規定が設けられた。平成11年3月31日公布の改正土地再評価法についても同様に、再評価差額金による自己株式の取得について証券取引法のインサイダー取引規制が適用される旨の規定が設けられた。

〔注〕

- 1) 平成9年5月21日には改正商法も公布され（同年6月1日施行）、「自己株式方式」と「ワラント方式」の二つの方式によるストック・オプション制度が導入された。このうち「自己株式方式」については、同方式の下で行われる使用人・役員に譲渡するための自己株式の取得の決定は、証券取引法上のインサイダー取引規制における重要事実¹⁾に該当することとなった（本章第4節1参照）。ただし、「自己株式方式」を定めた商法第210条ノ2の規定は、改正前から既に証券取引法上のインサイダー取引規制における重要事実²⁾に該当するものとされていた（第2章第3節5（2）参照）ことから、平成9年5月21日公布の商法改正では特段の法改正は行われていない（「商法の一部を改正する法律」（平成9年法律第56号）附則第五条）。

第7節 ディスクロージャー制度

内外の広範な投資者の日本の証券市場への投資参加を促進し、投資者が自己責任に基づきより適切な投資判断を行うためには、透明性の高い情報開示が必要となる。また、透明性の高い情報開示は、企業自身がその実態に即したより適切な経営判断を行うことにも寄与することとなる¹⁾。こうした観点から、ディスクロージャー制度の整備は金融システム改革において重要な柱の一つと位置付けられ、国際的にも遜色のない透明で公正なディスクロージャー制度を構築することを目指して、連結財務諸表を中心としたディスクロージャー制度への移行、金融商品等に係る会計基準の整備、公認会計士監査制度の充実・強化などとともに、ディスクロージャー制度に関する規制緩和・制度改善が実施されていった。また、金融システム改革以降も、証券市場のインフラ整備の一環としてディスクロージャー制度の電子化が推進されるなど、本章対象期間は、ディスクロージャー制度を巡り大きな変革の動きが見られた時期となった。

〔注〕

- 1) 『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン））』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf。日本証券業協会「株式会社店頭市場における借り株制度の導入及び未登録・未上場株式等の企業内容開示等に係る「店頭における有価証券の売買その他の取引に関する規則」（公正慣習規則第1号）等の一部改正について」『証券業報』平成9年7月号 17-31ページ。

1 金融システム改革におけるディスクロージャー制度の整備

金融システム改革の具体化に当たっては、金融システム改革法では、利用者が安心して取引を行うための枠組みの構築の一環として、連結ベースのディスクロージャーへの移行等のディスクロージャー制度の整備が行われた¹⁾。また、これに先立って、平成9年6月のMTNプログラム導入に係る発行登録制度の改善、ブックビルディング方式の導入に伴うディスクロージャー制度の整備など、法律改正を伴わない措置が実施された。さらに、同年6月1日には改正商法や株式消却特例法が施行され、ストック・オプション制度や利益消却のための自己株式取得の特例が導入されたことから、これに伴うディスクロージャー制度の整備が行われた。加えて、規制緩和の一環としての改善も行われた。これらの措置の具体化に伴い、以下のとおりディスクロージャー制度の整備が行われることとなり、開示省令の改正等が行われた。なお、それ

それぞれの措置の概要については本章第4節を併せて参照されたい。

(1) 連結ベースのディスクロージャーへの移行、その他の会計・監査制度の整備

金融システム改革では、多角化、国際化した集団の企業活動について、リスクとリターンとの関係が投資家に対しより明示されるよう²⁾、ディスクロージャーの枠組みをそれまでの個別情報主体から連結情報主体へ転換することとされ、企業会計審議会における検討や金融システム改革法による証券取引法の改正等の法令改正・整備を経て、連結情報主体のディスクロージャーは平成11年4月1日以後開始する事業年度から本格的に実施された。このほかにも、金融商品に係る会計基準をはじめとする各般の会計基準の整備、公認会計士監査の充実・強化などディスクロージャー制度の充実が推進されていった。これらの事項については企業会計審議会等の動向とともに本節3において後述する。

(2) 有価証券の定義の拡大及び証券投資信託に関するディスクロージャー制度の整備

有価証券の定義の見直しに伴うディスクロージャー制度の整備として次のような措置が講じられた。まず、金融システム改革法に先立つ平成9年6月1日には、証券取引法施行令改正令が施行され、銀行等の貸付債権を信託する信託の受益権が証券取引法上の有価証券に定義付けられた。これに伴い、特定有価証券開示省令の改正により開示様式の整備がなされ、同改正省令は同月1日より施行された³⁾。また、平成10年9月1日には、金融システム改革の一環として制定されたSPC法が施行され、同法に基づく特定社債券及び優先出資証券が証券取引法上の有価証券に位置付けられたことに伴い、いわゆる「プロ私募」及び「少数私募」の要件の整備⁴⁾や、有価証券報告書等における開示内容・開示様式の整備⁵⁾等が行われた。

金融システム改革法においては、証券投資法人の投資証券、外国投資証券、カバードワラント及びDRが証券取引法上の有価証券として定義された。また、新たに私募投信及び会社型投信が導入（本章第4節2参照）されるとともに、それまで証券取引法のディスクロージャー制度の適用対象外とされていた国内の証券投資信託の受益証券についても、証券取引法のディスクロージャーの規定が適用されることとなった。これらに伴い、有価証券報告書等の作成・提出を行う「発行者」の定義の見直し⁶⁾、証券投資法人及び外国証券投資法人の適格機関投資家への追加、いわゆる「プロ私募」及び「少数私募」の要件の整備⁷⁾、有価証券報告書等における開示内容・開示様式等の整備⁸⁾等が行われ、これらの改正は平成10年12月1日に施行された⁹⁾。なお、金融システム改革法の施行（平成10年12月1日）の時点で契約締結済み又は承認済みの信託約款に係る証券投資信託の受益証券については、同法の施行日から2年間は証

券取引法のディスクロージャーの規定を適用せず、また、施行日から2年を経過した日において、その受益証券の所有者が一定数以上であるものについて証券取引法の継続開示義務等の規定を適用する、との経過措置が設けられた（金融システム改革法附則第3条）。これを受けて、平成12年6月14日に、継続開示義務等が課されることとなる証券投資信託の受益証券の所有者数を500名以上とすること等を内容とする政省令の改正¹⁰⁾が行われ、これらは同日施行された。

（3） 少額募集等に係るディスクロージャー制度の整備

金融システム改革法による改正前の証券取引法では、発行価額又は売出価額が5億円以上である有価証券の募集又は売出しについて届出等を義務付ける一方で、発行価額又は売出価額が5億円未満の募集又は売出しについては発行開示義務を課していなかった¹¹⁾。しかしながら、ベンチャー企業の資金ニーズ等に対応するため、日本証券業協会が平成9年7月1日から一定の条件の下に証券会社による未上場・未登録会社の株式等の勧誘や公募の取扱いを解禁した（本章第4節3（3）参照）。また、当時の証券取引審議会総合部会の市場ワーキング・パーティ報告書（同年5月16日）においても「未上場・未登録株式の5億円未満の募集等については、〔中略〕相対でなく公衆縦覧を前提としたディスクロージャー制度を行政において新たに検討することが適当である」と提言されていた。

こうした状況を踏まえ、金融システム改革法による証券取引法の改正により、証券取引法上の開示義務の基準となる発行価額又は売出価額の金額は、5億円以上から1億円以上へ引き下げられるとともに、発行価額又は売出価額が1億円以上5億円未満の募集又は売出しは「少額募集等」と定義され、この少額募集等に係るディスクロージャー制度の整備が行われた。なお、これまで有価証券届出書や有価証券報告書を提出しておらず、初めて少額募集等に係る有価証券届出書を提出する発行者が提出する有価証券届出書等については、会社の情報を主体とした単体ベースの開示内容とする特例が設けられた。この改正は、平成11年4月1日に施行され、同日以後開始する少額募集等から適用された。¹²⁾

（4） 発行登録制度の改善等

MTNプログラムによる機動的な証券発行に資するため、発行登録制度について改善策が講じられた。具体的には、開示省令等の改正により、発行登録書においてMTNプログラムに基づいた包括的条件を記載し、実際の発行時には、発行登録追補書類に利率等の個別の証券の条件部分を記載すれば足りるとされた。また、発行登録追補書類の受理通知書が廃止された。同改正開示省令は平成9年6月1日より施行された。¹³⁾

発行登録制度は、その後平成11年4月1日に利用適格要件が拡大され、それまで利用が認められていなかった未上場・未登録会社についても、一定の場合には発行登録制度の利用が可能となった。具体的には、それまで上場企業及び店頭登録企業のうち一定の要件を満たす者に対してのみ認めていた発行登録制度の利用を、国内会社が「社債」を発行する場合に限り、①1年継続して有価証券報告書を提出していること、②社債券について複数の指定格付機関からA格以上の格付けを取得していること、の要件を満たせば、未上場・未登録会社であっても当該制度の利用を可能とする旨の開示省令の改正を行い、同年4月に施行した。なお、この見直しについては、同年3月30日の「規制緩和推進3か年計画（改定）」にも「社債の発行登録制度の適用の拡大」として新規に盛り込まれたものであった。¹⁴⁾

また、この平成11年3月30日閣議決定の「規制緩和推進3か年計画（改定）」には、適格機関投資家の範囲の拡大も盛り込まれた（「私募債市場における適格機関投資家の範囲の拡大」も「規制緩和推進3か年計画（改定）」に新規に盛り込まれた。）。従前、適格機関投資家は証券取引法で「有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として大蔵省令で定める者」と定義されたうえで、定義省令において金融機関が業態ごとに列挙されていたが、これに多額の有価証券投資を行っている国内の一般事業法人も追加された。具体的には、定義省令において、最近2事業年度末における貸借対照表上の「有価証券」・「投資有価証券」の合計額が500億円以上の国内の有価証券報告書提出会社のうち大蔵大臣が指定する者が適格機関投資家の範囲に加えられた（同年4月1日施行）。¹⁵⁾

（5）ストック・オプション制度及び利益消却のための自己株式取得の特例の導入等に伴うディスクロージャー制度の整備

平成9年6月1日のストック・オプション制度の導入（ただし、ワラント方式のストック・オプションは同年10月1日導入された。）、及び利益消却のための自己株式取得の特例の導入に伴い、ディスクロージャー制度の整備がなされた。このうち、ストック・オプション制度については、同制度を採用している旨や権利付与の対象者等を有価証券報告書等で開示することとされた。また、自己株式方式によるストック・オプション制度の導入により取締役譲渡するための自己株式取得が可能となったことや、株式消却特例法により取締役会決議により自己株式取得が可能となったことを受け、有価証券報告書等や自己株券買付状況報告書において、役員への譲渡目的での自己株式の取得状況や、自己株式取得に係る取締役会決議の内容について、開示を行うこととされた。改正省令は、改正商法及び株式消却特例法と併せて、平成9年6月1日に施行された（ただし、ワラント方式のストック・オプションに係る規定は同年10月1日施行された。）¹⁶⁾。また、その後平成10年2月20日には財務諸表等規則の改正省令¹⁷⁾が

公布され、ストック・オプション制度により取得した自己株式については、「固定資産」の「投資その他の資産」に「自己株式」の科目をもって区分掲記する（その他の「自己株式」はそれまでどおり「流動資産」に区分掲記する。）旨が定められた。この改正は平成10年3月1日以後終了する事業年度から適用された¹⁸⁾。

この後、平成10年3月30日の株式消却特例法の改正により、資本準備金をもって自己株式を取得して消却することが可能となったことを受け、開示省令等が改正され、有価証券報告書等や自己株券買付状況報告書において、資本準備金による消却に係る取締役会の決議状況等について開示を行うこととされた。改正省令は同年3月30日に施行された。

なお、平成10年3月31日には、土地再評価法が公布され、2年間の時限措置として、大会社、金融機関等は、事業用土地の再評価を行い、すなわち時価による評価を行い、その帳簿価額を改定する（再評価差額は貸借対照表の負債の部に計上する。）ことが認められることとなった。これを受け、財務諸表等規則等が改正され、同法に基づき事業用土地の再評価を行った場合には貸借対照表に再評価の前と後の帳簿価額等について注記を行うことが定められた。本改正は公布と同日の同年3月31日に施行され、同日以後に終了する事業年度から適用された。その後、土地再評価法は平成11年3月31日に改正（同日公布・施行）され、①期限の1年間の延長、②再評価差額金について、繰延税金負債の控除等を行ったうえで資本の部に計上することとされたほか、③公開会社は、定款をもって、取締役会の決議により、再評価差額金（3分の2が上限）をもって自己株式を取得して消却することができることとなった。この改正に伴い、開示関係の省令が改正され、有価証券報告書等や自己株券買付状況報告書において再評価差額金による自己株式消却について開示が求められることとなったほか、貸借対照表における再評価差額金等の掲記方法についての規定が整備された。

この間の平成10年12月1日には、金融システム改革法による証券取引法の改正により、公開買付け制度の適用対象となる自己株式取得の範囲が拡大された。具体的には、商法上従前より認められていた資本減少、定款による利益消却、償還株式の消却のための自己株式の取得についても、「公告」により幅広い投資家を対象として行う場合には、公開買付け制度が適用されるようになった。また、外国会社による自己株式取得も公開買付けの対象となった。これらの改正は、平成10年12月1日に施行され、平成11年4月1日以後に行われる買付けその他の有償の譲受けについて適用された。また、資本減少、定款による利益消却及び償還株式の消却のための自己株式の取得等の状況等について自己株券買付状況報告書や有価証券報告書等において開示を求めるため、平成11年3月30日に開示省令の改正省令が公布され、同年4月1日に施行された¹⁹⁾。

(6) ブックビルディング方式の導入に伴うディスクロージャー制度の整備等

ブックビルディング方式の導入に伴うディスクロージャー制度上の措置を講じるため、開示省令の改正がなされた。具体的には、新規公開時に提出される有価証券届出書について、ブックビルディング方式がとられた場合の記載欄が設けられるとともに、価格決定の公平性、透明性の確保の観点から仮条件の決定方法を含む発行価格の決定方法や引受証券会社の販売方針についての情報開示を求めることとした。また、新規公開株式等に係る配分ルールの見直しに伴う様式の整備も行われた。同改正省令は平成9年9月1日に施行された。²⁰⁾

また、平成11年7月1日には、公開前規制（本章第4節3（2）及び（7）参照）の見直しに伴って開示省令が改正され、公開予定会社が募集・売出しを行う際に提出する有価証券届出書の様式が変更された。具体的には、公開前規制の見直しにより、公開前の第三者割当増資における割当価格の制限が撤廃されたことに伴い、有価証券届出書において、第三者割当増資により発行される株式の発行価格の算定根拠の記載が求められる等の整備がなされた。²¹⁾

〔注〕

- 1) 「金融システム改革法によるディスクロージャー制度の見直しに伴う企業内容等の開示に関する省令等の改正の概要〔上〕—臨時報告書の提出事由の見直し等に係る改正—」『旬刊 商事法務』平成11年9月5日号 27-35ページ。「金融システム改革法によるディスクロージャー制度の見直しに伴う企業内容等の開示に関する省令等の改正の概要〔下〕—臨時報告書の提出事由の見直し等に係る改正—」『旬刊 商事法務』平成11年9月15日号 32-36ページ。
- 2) 証券取引審議会「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」(平成9年6月13日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm。
- 3) 「商法改正・株式消却特例法の制定等に伴う「企業内容等の開示に関する省令」等の改正について」『証券業報』平成9年6月号 42-50ページ。
- 4) 「プロ私募」の対象外となる有価証券へのSPC法上の優先出資証券の追加、「プロ私募」及び「少数私募」の転売制限に係る規定整備等が行われた。
- 5) SPC法上の特定社債券、優先出資証券及び特定約束手形は「特定有価証券」とされ、特定有価証券開示省令において開示内容・開示様式等が整備された。
- 6) DRについては、DRに表示される権利に係る有価証券（原株等）を発行し、又は発行しようとする者を「発行者」とすることが規定された。
- 7) 「プロ私募」の対象外となる有価証券への新有価証券（投資証券、外国投資証券、カバードワラント及びDR）の追加、「プロ私募」及び「少数私募」の転売制限に係る規定の整備等が行われた。
- 8) 証券投資信託の受益証券や投資証券は「特定有価証券」とされ、特定有価証券開示省令において開示内容・開示様式等が整備された。

- 9) 「金融システム改革法によるディスクロージャー制度の見直しに伴う企業内容等の開示に関する省令等の改正の概要〔上〕—臨時報告書の提出事由の見直し等に係る改正—」『旬刊 商事法務』平成11年9月5日号 27-35ページ。
- 10) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律の施行に伴う関係政令の整備等に関する政令の一部を改正する政令」(平成12年政令第339号)。「特定有価証券の内容等の開示に関する省令の一部を改正する省令の一部を改正する省令」(平成12年大蔵省令第53号)。
- 11) 従前は、発行価額又は売出価額が1000万円以上5億円未満の場合には、有価証券通知書の提出が求められていたが、後述の少額募集等のディスクロージャー制度の整備により、有価証券通知書の提出は発行価額又は売出価額が1000万円以上1億円未満の場合へと見直された。
- 12) 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」(平成9年5月16日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a503f2.htm。「金融システム改革法によるディスクロージャー制度の見直しに伴う企業内容等の開示に関する省令等の改正の概要〔上〕—臨時報告書の提出事由の見直し等に係る改正—」『旬刊 商事法務』平成11年9月5日号 27-35ページ。
- 13) 「商法改正・株式消却特例法の制定等に伴う「企業内容等の開示に関する省令」等の改正について」『証券業報』平成9年6月号 42-50ページ。
- 14) 「金融システム改革法によるディスクロージャー制度の見直しに伴う企業内容等の開示に関する省令等の改正の概要〔下〕—臨時報告書の提出事由の見直し等に係る改正—」『旬刊 商事法務』平成11年9月15日号 32-36ページ。
- 15) 「金融システム改革法によるディスクロージャー制度の見直しに伴う企業内容等の開示に関する省令等の改正の概要〔下〕—臨時報告書の提出事由の見直し等に係る改正—」『旬刊 商事法務』平成11年9月15日号 32-36ページ。
適格機関投資家の範囲については、一定の一般事業法人が追加されたこの見直しに先立ち、平成10年12月1日の金融システム改革法の施行の際には証券投資法人・外国証券投資法人が追加され(本節1(2)参照)、さらに同月中旬には日本開発銀行も追加された。
- 16) 「商法改正・株式消却特例法の制定等に伴う企業内容等の開示に関する省令等の改正〔上〕」『旬刊 商事法務』平成9年6月15日号 15-26ページ。
- 17) 「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する省令」(平成10年大蔵省令第8号)。
- 18) 「連結財務諸表規則等の改正の概要」『旬刊 商事法務』平成10年4月25日号21-29ページ。「連結財務諸表制度の見直し等に係る関係省令及び通達の一部改正について」『証券業報』平成10年3月号 85-120ページ。
- 19) 「金融システム改革法によるディスクロージャー制度の見直しに伴う企業内容等の開示に関する省令等の改正の概要〔下〕—臨時報告書の提出事由の見直し等に係る改正—」『旬刊 商事法務』平成11年9月15日号 32-36ページ。
- 20) 「ブックビルディング方式の導入に伴う企業内容等の開示に関する省令の一部改正」『旬刊 商事法務』平成9年9月25日号 9-13ページ。
- 21) 大蔵省「店頭登録市場等における公開前規制の見直しに伴う「企業内容等の開示に関する省令」の改正案の概要の公表について」(平成11年5月20日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/jouhou/kinki/ki017.htm。大蔵省「店頭登録市場等におけ

る公開前規制の見直しに伴う「企業内容等の開示に関する省令」等の改正について」(平成11年6月30日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/jouhou/kinki/ki018.htm。

2 ディスクロージャーの電子化

有価証券報告書等の開示書類の電子化については、平成9年6月13日の証券取引審議会の最終報告書において、ディスクロージャー情報へのアクセスの改善のため「ディスクロージャーの電子化、インターネットによる情報の提供などを実施すべき」と提言されていた。また、同年4月16日には、大蔵省証券局に投資家、アナリスト、情報バンダー、企業等をメンバーとした電子開示研究会が設置された。同研究会では、同年7月17日に「電子開示システムのあり方について」がまとめられ、投資家に伝達する情報を電子的に処理するシステムとしてEDINET (Electronic Disclosure for Investors' Network) を構築することが証券市場のインフラ整備として不可欠であるとの提言がなされていた¹⁾。このディスクロージャーの電子化については、その後も、「規制緩和推進3か年計画(改定)」(平成11年3月)や「経済新生対策」(同年11月)及び金融審議会第一部会における「中間整理(第二次)」(同年12月)において早期実現が求められたほか、平成11年12月19日に内閣総理大臣により決定された「ミレニアム・プロジェクト」における電子政府の実現プロジェクトとして取り上げられた²⁾。

このような状況を踏まえ、ディスクロージャーの電子化のための所要の措置が平成12年の通常国会に提出された証券取引法等を改正する法律案「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律案」に盛り込まれた。同法は同年5月23日に成立した(同年5月31日公布)。

ディスクロージャーの電子化のための同改正内容の主なポイントは、一連のディスクロージャー手続のオンライン化や目論見書等のオンラインによる交付等である。それらの概要は以下のとおりである³⁾。

① ディスクロージャー手続のオンライン化

紙媒体で行われていた有価証券報告書等の開示書類の提出、受理、その後の縦覧といった一連の流れを、原則としてオンラインにより行うこととされた。具体的には、開示書類の提出者は、それまでの紙媒体による提出に代えてオンラインで送信することにより提出し、その後、当局はオンラインで提出された書類を受理・審査するほか、閲覧室内のモニターでの公衆縦覧やインターネットでの公開により、広く一般に提供していくこととされた(このコンピューター・システムをEDINETと呼称することとされた)。

②目論見書等のオンラインによる交付等

紙媒体で行うこととされている目論見書及び公開買付説明書の交付について、一定の条件の下でオンライン等によることを認めた。また、公開買付対象株券等の発行者等への公開買付届出書等の写しの送付、大量保有株券等の発行者への大量保有報告書等の写しの送付についても、一定の条件の下でオンライン等によることを認めた。

③適用時期及び経過措置

有価証券報告書等の開示書類は多岐にわたることから、すべての開示書類を一時期に電子化の対象とした場合には、開示書類提出者等に対する周知、指導等が円滑になされないこととなるおそれがあること、すべての開示書類に対応したプログラムを開発するためには一定の期間が必要であること等から経過措置が設けられた。主な開示書類の電子化の適用時期及びその経過措置は以下のとおりである。

- (i)有価証券報告書、半期報告書等：平成13年6月1日から適用（平成16年6月1日以降、原則義務化）。
- (ii)有価証券届出書、公開買付届出書等：平成13年6月1日から平成14年6月1日までの間において政令で定める日⁴⁾から適用（平成16年6月1日以降、原則義務化）。
- (iii)大量保有報告書等：平成14年6月1日から平成15年6月1日までの間において政令で定める日⁵⁾から適用（電子化は任意）。
- (iv)目論見書等のオンラインによる交付：有価証券届出書等の適用時期（平成13年6月1日から平成14年6月1日までの間において政令で定める日）と同一の日（その後、平成12年11月に成立した「書面の交付等に関する情報通信の技術の利用のための関係法律の整備に関する法律」（平成12年法律第126号）により、適用時期が平成13年4月1日へ前倒しされた⁶⁾）。

〔注〕

- 1) 金融審議会第二部会「第15回会合議事録」（平成11年11月22日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/gijoroku/c111122.htm。『旬刊 商事法務』平成9年4月25日号38ページ。『旬刊 商事法務』平成9年8月5日号101-102ページ。
- 2) 「『証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律』について」『ファイナンス』平成12年7月号18-26ページ。
- 3) 「『証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律』について」『ファイナンス』平成12年7月号18-26ページ。
- 4) 平成14年6月1日（「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律の一部の施行期日を定める政令」（平成14年政令第175号））。

- 5) 平成15年6月1日（「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律の一部の施行に伴う経過措置に関する政令の一部を改正する政令」（平成15年政令第230号））。
- 6) 『金融庁の1年（平成12事務年度版）』69-70ページ。

3 企業会計基準

企業会計審議会は、平成7年10月に「連結財務諸表を巡る諸問題」を審議事項として取りあげることと決定し、翌月より議論を開始し、平成8年6月には、その中間的な取りまとめを行うとともに（第2章第5節2（2）参照）、金融商品、企業年金、研究開発費に係る会計基準の在り方について審議を行うことを決定した。その後、平成8年11月11日の金融システム改革に関する内閣総理大臣指示及び大蔵大臣の関係審議会に対する要請（本章第2節4（1）参照）を受けて、同審議会は、審議体制を強化しつつ、精力的に検討を行い、平成9年6月6日の「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」を皮切りに、急ピッチで会計基準の整備に向けた取組みを進めていった。なお、同月の証券取引審議会の最終報告書においても、ディスクロージャーの枠組みの連結主体への転換、金融商品・企業年金に係る会計基準等の検討等を通じて国際的に遜色のない会計基準・開示内容を整備することが必要であり、企業会計審議会において審議を推進すべきであるとの指摘がなされた¹⁾。

こうした審議を踏まえて、平成10年度以降具体化されていった企業会計基準の整備の動向について以下で述べていく。

（1）連結ベースのディスクロージャーへの移行

連結ベースのディスクロージャーへの移行については、企業会計審議会において、平成7年11月以降連結財務諸表制度の見直しに係る審議が始まり、平成8年6月21日の「連結財務諸表を巡る論点の整理について」や平成9年2月7日の「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書案（公開草案）」の公表を経て、同年6月6日にまとめられた「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」をベースに制度が整備され実施されていった。同意見書では、投資家が多角化・国際化した企業に対する投資判断を的確に行うために企業集団に係る情報を一層重視しているとされ、従来の個別情報が中心のディスクロージャーから連結情報が中心のディスクロージャーへ段階的に転換を図ること等が提言された²⁾。

① 「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」³⁾ の主な内容

同意見書の主な内容は以下のとおりである。

- (i) 連結ベースのディスクロージャーの充実等について

- (イ)連結情報の充実： (A)連結情報重視のディスクロージャーを推進するため、有価証券報告書及び有価証券届出書における記載順序を、それまでの個別・連結から連結・個別へ変更するとともに、「営業の状況」や「設備の状況」等について連結ベースで記載し、また、セグメント情報を充実すること、(B)オフバランス情報、リスク情報等については連結ベースでディスクロージングすること、(C)連結キャッシュ・フロー計算書、中間連結財務諸表を導入すること、(D)連結ベースでの臨時報告書の提出事由を設定すること、等が適当である。
- (ロ)ディスクロージャーの効率化： 連結情報の充実に伴い、有用性が乏しくなる個別情報等については可能な範囲で簡素化し、ディスクロージャーの効率化を図ることが適当である。
- (ハ)連結情報に係る公認会計士等の監査の充実： 連結キャッシュ・フロー計算書及び中間連結財務諸表のほか投資判断に重要な影響を及ぼす連結情報については公認会計士等による監査の対象とすることが適当である。
- (ii)「連結財務諸表原則」の改訂について
- (イ)子会社の範囲： 子会社の判定基準として議決権の所有割合以外の要素を加味した支配力基準を導入し、他の会社の意思決定機関を支配しているかどうかとの観点から基準を設定する。
- (ロ)関連会社の範囲： 関連会社の判定基準として影響力基準を導入し、親会社及び子会社が、子会社以外の他の会社の財務及び営業の方針決定に対して重要な影響を与えることができるかどうかとの観点から基準を設定する。
- (ハ)税効果会計の適用： 税効果会計を全面的に適用することを原則とする。また、個別財務諸表における税効果会計の適用について、今後、商法との調整を進めることが必要である。
- (ニ)親子会社間の会計処理の統一： 同一環境下で行われた同一の性質の取引等については、原則として会計処理を統一する。
- (ホ)その他： 国際的調和の観点から踏まえた連結手続の明確化及び連結財務諸表における表示区分の見直しを図る。
- (iii)実施時期等
- 企業側の受入準備等が必要なことを考慮して、平成10年4月1日以後開始する事業年度から段階的に実施⁴⁾し、平成11年4月1日以後開始する事業年度から本格的に実施されるよう措置することが適当である。

このように、同意見書は、連結情報を中心とするディスクロージャーへ転換することを掲げ、有価証券報告書等における連結情報の拡充について多岐にわたる内容を提

言するとともに、連結財務諸表の作成基準についても抜本的に見直すことが適当であるとした。これらの内容を平成10年4月1日以後開始する事業年度から段階的に実施し、平成11年4月1日以後開始する事業年度から本格的に実施するという意見書の提言を踏まえて、以後、金融システム改革法をはじめ、その実施に向けた法令の整備等が進められていくこととなった。

主要な項目に係る具体的内容については後述するが、ここで、連結情報主体のディスクロージャーが本格的に実施されるまでの過程について概略して触れておく。

まず、平成10年4月1日以後開始する事業年度から先行して実施することとされた事項に関して、同年2月20日に省令の整備が行われた（同年4月1日施行）。

そして、平成10年6月15日に成立した金融システム改革法では、有価証券届出書や有価証券報告書等の記載事項が連結ベースに改められ（いわゆる「単主連従」から「連主単従」への移行⁵⁾）、これを平成11年4月1日に施行することが法定された。こうして、同年4月からの本格実施に向けて詳細な制度設計の検討が進められていくこととなったが、多岐にわたる項目の中でとりわけ重点的に検討がなされたものは、子会社・関連会社の判定基準たる支配力基準・影響力基準の具体的な内容と、有価証券報告書等において開示されるべき連結情報の内容や具体的な開示様式の在り方であった。これらについては、企業会計審議会において検討が行われ、その結果、同審議会は、平成10年10月30日に支配力基準・影響力基準についての考え方を公表し、平成11年2月19日には有価証券報告書等の記載内容・様式等の見直しの内容を公表した。そして、これらを踏まえた改正省令二つが平成10年11月24日と平成11年3月30日とに公布され、これらは証券取引法の改正と併せて平成11年4月1日に施行された。

この間、同意見書において連結情報重視のディスクロージャーの一環としてその導入が提言された連結キャッシュ・フロー計算書及び中間連結財務諸表に係る作成基準や、これらに係る監査の在り方、さらには同意見書において検討の必要性が指摘された税効果会計に係る会計基準についても、企業会計審議会において検討が行われ、平成10年3月から同年10月にかけて意見書が取りまとめられていった。これらの意見書を踏まえ所要の省令の整備が行われ、税効果会計に関しては平成10年12月21日に、その他の事項については平成11年3月30日にこれらの省令は公布され、いずれも平成11年4月1日に施行された。

なお、ここで触れた事項以外にも、連結情報ベースのディスクロージャーへの転換に関係する省令の整備が行われ、平成11年3月30日には省令が公布された。

以下では、これら連結ベースのディスクロージャー制度の整備に関する主要な事項について述べていくこととする。

②子会社及び関連会社の範囲の拡大

「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」においては、連結財務諸表作成に当たっての子会社及び関連会社の範囲を拡大し、それぞれに実質的な支配力基準、影響力基準を導入することが提言された。子会社、関連会社は、従来は議決権所有割合（持株比率）に着目して判定することとされており、持株比率50%超を子会社とし、持株比率20%以上⁶⁾を関連会社とされていた。しかし、これらの基準を満たしていなくとも実質的には子会社、関連会社と同様の位置付けにある会社もあることから、持株比率以外の要素を加味した判定基準を導入することとされ、持株比率がこれらを下回っても、会社の意思決定機関を支配している場合に子会社に該当することとされ、財務及び営業の方針決定に対して重要な影響を与えることができる場合に関連会社に該当することとされた。⁷⁾

この意見書を踏まえ、企業会計審議会第一部会は、関係省令の改正に先立ち子会社及び関連会社の判定基準としての支配力基準及び影響力基準の具体的内容について審議を行い、平成10年10月30日にその考え方を整理した「連結財務諸表制度における子会社及び関連会社の範囲の見直しに係る具体的な取扱い」⁸⁾を取りまとめた。それによれば、子会社については、株主総会等の意思決定機関を支配している場合を子会社とすること、これに加えて、子会社を通じて間接支配している会社（孫会社）も子会社とみなすこととされた。意思決定機関を支配していることの具体的な要件とは、(i)持株比率50%超の場合に加え、(ii)持株比率が40%以上の場合であって、取締役会等の構成員の過半数を派遣している場合や資金調達額の過半について融資等を行っている場合などの一定の要件に該当する場合、さらには、(iii)自己の持株比率が40%未満であっても、自己と密接な関係にある者等の持株比率と合わせれば50%超となる場合で、取締役会等の構成員の過半数を派遣していることなどである。これらの一定の要件を満たす場合には子会社に該当する等の整理がなされた。また、関連会社については、出資、人事、資金、技術、取引等の関係を通じて財務・営業の方針決定に対して重要な影響を与えることができる場合を関連会社とすることとされた。その具体的な要件は、(i)持株比率が20%以上の場合のほか、(ii)持株比率が15%以上20%未満であって、代表取締役等を派遣している場合や重要な融資や技術提供を行っている場合など一定の要件を満たす場合、さらには、(iii)自己の持株比率が20%未満であっても、自己と密接な関係にある者等の持株比率と合わせれば20%以上となる場合で、代表取締役を派遣していることなどである。

これを踏まえ、平成10年11月24日に、財務諸表等規則、連結財務諸表規則等の改正省令が公布され、支配力基準及び影響力基準に基づく子会社及び関連会社の定義が定められた。支配力基準及び影響力基準の適用は、平成11年4月1日以後に開始する事業年度から義務付けられた（同年4月1日以後に提出される有価証券報告書等に記載される財務諸表及び連結財務諸表には早期適用も可とされた。）。

③連結ベースのディスクロージャーの内容・様式等の見直し

「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」では、連結情報を中心とするディスクロージャーへの転換を図ることが必要であるとされ、連結情報の充実と個別情報の簡素化を行うことが提言された。これを踏まえて行われた金融システム改革法における証券取引法の改正では、有価証券届出書や有価証券報告書等の記載事項を、当該会社及び子会社等で構成される企業集団（連結）ベースとする改正⁹⁾が行われた。記載事項の具体的な内容については大蔵省令（開示省令）での法定に委ねられた。

このため、企業会計審議会は、有価証券届出書や有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る省令改正に先立ち、その具体的な取扱いについて検討を行い、平成10年12月25日に見直し案を公表して意見を求めた後、平成11年2月19日に「有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る具体的な取扱い」¹⁰⁾を取りまとめた。これは、平成9年6月の「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」でも示されていたように、(i)連結情報を充実し、連結情報を主、個別情報を従とした記載内容に改め、投資者が企業内容を理解しやすいよう記載順序についても変更する、(ii)事業の状況等を連結ベースで記載するに当たっては、事業の種類別等のセグメント別のディスクロージャーの徹底を図る、(iii)連結情報を中心とするディスクロージャーへ転換を図る観点から、投資情報としての有用性が乏しくなると考えられる個別情報等について、可能な範囲内で簡素化の措置を講ずるとの考え方に立ち、有価証券報告書及び半期報告書の様式と記載内容について具体的な見直し内容を示したものであった。

これを踏まえ、平成11年3月30日に開示省令等の改正省令が公布された。これにより、有価証券報告書等の様式及び記載事項の内容が抜本的に改められ具体化され、個別ベースで記載することが適当であると考えられる事項を除き連結ベースでの記載へ移行されるとともに、投資者が企業の多角化等の状況を的確に把握できるようセグメント別の情報が充実されることとなった。例えば、有価証券報告書及び有価証券届出書について具体的に示すと以下のような見直し内容となる。有価証券報告書等では、まず「1. 企業の概況」、「2. 事業の概況」、「3. 設備の状況」について、それぞれ連結ベースで記載した後に「4. 提出会社の状況」（個別ベース）を記載し、さらにその後に「5. 経理の状況」として連結財務諸表、個別財務諸表の順に記載する、という順序に改められた。また、連結情報の充実と併せてセグメント情報の充実も行われ、連結ベースでの記載が求められる「1. 企業の概況」、「2. 事業の概況」、「3. 設備の状況」について、業績の状況を事業の種類別セグメント及び所在地別セグメントごとに記載することや、従業員の状況、研究開発活動の状況、設備投資等の概況、主要な設備の状況等を事業の種類別セグメントに関連付けて記載することが求められることとなった。「5. 経理の状況」の「連結財務諸表」について

も、その拡充が行われ、連結財務諸表の一つとして新たに「連結キャッシュ・フロー計算書」(後述)と「連結附属明細表(社債明細表及び借入金等明細表)」を作成することとされた¹¹⁾。こうした連結情報の充実と併せて個別情報の簡素化も行われ、資金収支表の廃止、附属明細表の統廃合、個別ベースの記載内容の整理簡素化等が行われた。¹²⁾

半期報告書についても有価証券報告書等に準じた見直しが行われ、従前の個別情報のみの記載内容による開示から、連結情報を中心とする記載内容による開示に抜本的に改められた。その一環として、新たに「中間連結財務諸表」(後述)や「中間連結キャッシュ・フロー計算書」(後述)が導入されたほか、セグメント情報についても、中間連結財務諸表における注記や、有価証券報告書等に準じたディスクロージャーが求められることとなった。¹³⁾

以上の見直しに係る改正省令等は、平成11年4月1日から施行された。そして、有価証券報告書に係る見直しは、原則として平成11年4月1日以後開始する事業年度から適用され(平成11年4月1日以後に提出される有価証券報告書への早期適用可。)、半期報告書に係る見直しは、原則として平成12年4月1日以後開始する事業年度から適用された(平成11年4月1日以後に提出される半期報告書への早期適用可。)。有価証券届出書については、施行日時点で継続開示会社である者については、原則として改正後の新様式による有価証券報告書を提出した日以後に提出される有価証券届出書から適用され、その他の者については、原則として平成12年7月1日以後に提出される有価証券届出書から適用された(いずれの者についても早期適用可。)

④ 連結ベースのディスクロージャーへの移行に係るその他の枠組みの整備

(i) 中間連結財務諸表及び連結キャッシュ・フロー計算書の導入等

「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」では、連結情報重視の観点から、半期報告書に中間連結財務諸表を導入すること、並びに連結ベースでのキャッシュ・フロー計算書を導入するとともに個別ベースでの資金収支表を廃止することが提言された。これを踏まえ、企業会計審議会第一部会では、平成9年8月以降、中間連結財務諸表及び連結キャッシュ・フロー計算書の作成基準等について審議が行われた。

このうち中間連結財務諸表に関しては、その作成基準に係る審議の過程で、現行の半期報告書制度における個別ベースの中間財務諸表の作成基準を定めた「中間財務諸表作成基準」についても見直しを行う必要が生じたことから、中間連結財務諸表の作成基準の設定及び「中間財務諸表作成基準」の改訂について併せて審議が行われた。企業会計審議会は、平成9年12月22日に公開草案を公表して意見を求めた後、寄せられた意見を参考にしつつさらに審議を行い、「中間連結財

務諸表等の作成基準の設定に関する意見書」¹⁴⁾を平成10年3月13日の総会において取りまとめ公表した。

同意見書は、連結情報を中心とするディスクロージャー制度への転換を図るため、新たに中間連結財務諸表を作成することとした。また、中間連結財務諸表及び中間財務諸表の役割について、中間会計期間に係る企業集団（又は企業）の財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に関し、有用な情報を提供するものでなければならない、との位置付けを行うとした。具体的な作成基準については、中間連結財務諸表は、「実績主義」¹⁵⁾に基づき、原則として事業年度と同じ会計処理基準を適用して作成し、中間決算に特有の会計処理は認めないこと、個別ベースの中間財務諸表についても「実績主義」に基づく作成基準に変更することとしたほか、中間連結財務諸表には、連結ベースでのセグメント情報やリスク情報等を注記することを提言した。実施時期については、中間連結財務諸表及び改訂後の作成基準に基づく中間財務諸表の作成は、平成12年4月1日以後開始する中間会計期間から実施することが適当であるとした。¹⁶⁾

同様に、連結キャッシュ・フロー計算書についても、連結財務諸表を作成しない会社に従来の個別ベースの資金収支表に代わって新たに導入される個別ベースのキャッシュ・フロー計算書と併せて、企業会計審議会において検討が行われた。その過程で、半期報告書において中間連結キャッシュ・フロー計算書（連結財務諸表を作成しない会社にあつては個別ベースの中間キャッシュ・フロー計算書）を作成することが適当であるとの議論となったことから、これら4種類のキャッシュ・フロー計算書の作成基準について審議が行われ、平成9年12月22日の公開草案の公表を経て、平成10年3月13日に「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準の設定に関する意見書」¹⁷⁾が取りまとめられた。

同意見書では、連結キャッシュ・フロー計算書等の位置付けについて、これを財務諸表の一つと位置付ける¹⁸⁾ことが適当であると提言された。また、対象とする資金の範囲を現金及び現金同等物（例えば、取得日から3か月以内に満期日又は償還日が到来する短期的な投資等）に限定することや、キャッシュ・フローは「営業活動」、「投資活動」及び「財務活動」の三つに区分けして表示すること等、具体的な作成基準が示された。実施時期については、連結キャッシュ・フロー計算書（ないしキャッシュ・フロー計算書）の作成は平成11年4月1日以後開始する事業年度から、中間連結キャッシュ・フロー計算書（ないし中間キャッシュ・フロー計算書）の作成は平成12年4月1日以後開始する中間会計期間から実施することが適当であるとされた。¹⁹⁾

このように、中間連結財務諸表、並びに連結キャッシュ・フロー計算書及び中間連結キャッシュ・フロー計算書が導入される方向性が定まり、連結情報を中心

とする財務諸表制度の枠組みが整備されることとなった。これらの意見書を踏まえ、平成11年3月30日には、中間連結財務諸表（中間連結キャッシュ・フロー計算書を含む。）の作成方法等について規定した「中間連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則」（以下、「中間連結財務諸表規則」という。）が新規に制定されるとともに、連結キャッシュ・フロー計算書をはじめとする各キャッシュ・フロー計算書の導入に伴う連結財務諸表規則等の改正省令が公布され、いずれも平成11年4月1日に施行された。中間連結財務諸表規則は、原則として、平成12年4月1日以後開始する中間連結会計期間から適用すること（平成11年4月1日以後に提出される半期報告書に記載される中間連結財務諸表への早期適用可。）とされ、以後、「実績主義」に基づく中間連結財務諸表（あるいは中間財務諸表）が作成されることとなった。また、連結キャッシュ・フロー計算書は平成11年4月1日以後開始する連結会計年度から適用すること（平成11年4月1日以後に提出される有価証券報告書及び有価証券届出書への早期適用可。）とされた。

なお、本節4（3）において後述するとおり、中間連結財務諸表の導入や、連結キャッシュ・フロー計算書をはじめとする各キャッシュ・フロー計算書の導入等に伴い、中間監査基準の設定をはじめとする監査制度の整備も行われた。

(ii) 税効果会計の導入

「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」では、従前の連結財務諸表原則において税効果会計²⁰⁾の適用が任意とされていることについて、連結財務諸表の作成上、税効果会計を全面的に適用することを原則とする旨が明示された。また、税効果会計は、本来、連結財務諸表のみでなく個別財務諸表においても適用されるべきものであるとして、個別財務諸表における税効果会計の適用について、商法との調整を進める必要があるとの指摘もなされた。

これを踏まえ、大蔵省と法務省は共同で平成9年7月から「商法と企業会計の調整に関する研究会」を開催し、本節3（2）で後述する金融商品に係る時価会計の導入と併せて検討を行い、平成10年6月16日に報告書²¹⁾を取りまとめた。同報告書では、まず商法と企業会計との関係について、企業会計は商法における「公正ナル会計慣行」の中心を成すと解されていること、これまでも商法の計算規定と企業会計の相互調整が図られてきた経緯があること等が述べられた。そして、税効果会計については、(イ)商法の計算書類も含め、個別財務諸表において税効果会計を採用することとする場合には、個別財務諸表を含め企業会計上の基準を明確化すること、(ロ)企業会計上の税効果会計に関する会計基準において、繰延税金資産及び繰延税金負債が法人税等の前払税金又は未払税金として資産性・負債性があることが明確にされるならば、商法上も公正な会計慣行を斟酌する立場から、企業会計上の基準と同様に、これらを貸借対照表に計上するこ

とができるものと解されること、(イ)企業会計上税効果会計が採用された場合には、公開会社については、商法上も税効果会計の適用が強制されると解することが適当であること、等の見解が示された（なお、時価評価の導入に係る本報告書の内容については本節3(2)を参照されたい。）。

こうした議論を踏まえつつ、企業会計審議会は、平成10年4月以降、財務諸表（財務諸表、連結財務諸表、中間財務諸表及び中間連結財務諸表）における税効果会計に係る包括的な基準について審議を行い、同年6月18日の公開草案の公表を経て、同年10月30日に「税効果会計に係る会計基準の設定に関する意見書」²²⁾を取りまとめた。

同意見書では、税効果会計を適用しない場合には、法人税等の額がその控除前の当期純利益と期間的に対応せず、また、将来の法人税等の支払額に対する影響が表示されないこととなるとして、財務諸表の作成上、税効果会計を全面的に適用することが必要であると指摘された。また、繰延税金資産・繰延税金負債の資産性・負債性について、繰延税金資産は一般的には法人税等の前払額に相当するため資産としての性格を有するものであり、繰延税金負債は法人税等の未払額に相当するため負債としての性格を有するものであるとの考え方が明確にされた。そのうえで、税効果会計を適用した場合の会計処理について、繰延税金資産・繰延税金負債を貸借対照表に計上するとともに、当期の法人税等として納付すべき額及び税効果会計の適用による法人税等の調整額を損益計算書に計上するとされた²³⁾。実施時期については、連結財務諸表及び個別財務諸表には平成11年4月1日以後に開始する事業年度から適用し、中間連結財務諸表及び中間財務諸表には平成12年4月1日以後に開始する事業年度から適用することを原則としたうえで、早期適用も認めることが適当であるとされた。

これを踏まえ、平成10年12月21日に財務諸表等規則等の改正省令が公布²⁴⁾され、法人税等については税効果会計を適用して財務諸表等を作成しなければならないとの一般規定が定められたほか、繰延税金資産・繰延税金負債を貸借対照表に計上するに当たっての具体的な取扱い²⁵⁾、法人税等の調整額の損益計算書への表示方法²⁶⁾、税効果会計に係る注記事項²⁷⁾等について定められた。税効果会計に係るこれらの改正規定のうち、財務諸表及び連結財務諸表に係るものは平成11年4月1日から施行され、同日以後開始する事業年度等から適用すること（同日以後に提出される有価証券報告書等への早期適用可。）とされた。また、中間財務諸表及び中間連結財務諸表に係る規定については平成12年4月1日から施行され、同日以後開始する中間会計期間等から適用すること（平成11年4月1日以後に提出される半期報告書等への早期適用可。）とされた²⁸⁾。

また同日には、「株式会社の貸借対照表、損益計算書、営業報告書及び附属明

細書に関する規則」(以下、「計算書類規則」という。)を改正する法務省令も公布され、繰延税金資産・繰延税金負債、法人税等調整額等の計算書類への記載方法等についての規定が整備された。計算書類規則の改正は平成11年4月1日から施行され、同日以後開始する営業年度から適用すること(同年1月1日以後に到来した決算期への早期適用可。)とされた²⁹⁾。

(iii) 臨時報告書の提出事由の拡大

臨時報告書は、有価証券報告書の「提出会社」に一定の重要な事象が発生した場合に提出することとされていたが、連結ベースでの臨時報告書の提出事由を設定するべきであるとの「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」の提言も踏まえ、開示省令が改正され(平成11年3月30日公布、同年4月1日施行)、「連結会社」に一定の重要な事象が発生した場合も臨時報告書の提出事由とする見直しが行われた。具体的には、提出会社に係る個別ベースの提出事由を基本として、これらの中から連結ベースにする必要があると考えられるもの(連結子会社に係る重要な災害の発生、連結子会社の合併や営業・事業の譲渡・譲受けの締結、連結子会社に係る破産等の申立て等のうち、重要性の基準(後述)を満たすもの)が臨時報告書の提出事由として追加された。

また、この開示省令の改正では臨時報告書の提出の要否を判断する基準となる、いわゆる「重要性の基準」の見直しも行われた。それまでは、提出会社にその「資産の総額」の一定割合以上の影響が生じるかどうかを判断基準とされていた。そのため、「資産の総額」の規模が大きな会社(銀行等)の場合には、臨時報告書の提出事由とされている事象が発生しながらも、重要性の基準により臨時報告書の提出がなされないという問題が指摘されていた。そこで、資産の総額の大きな会社のディスクロージャーを強化するため、重要性の基準を「資産の総額」から「純資産額」に改めることとされた³⁰⁾。先に述べた連結子会社に係る臨時報告書の提出要否の判断においても、連結純資産額が基準となった³¹⁾。

なお、商法改正により株式交換制度等が創設されたことに伴い、平成11年10月1日には、株式交換に係る契約締結等を臨時報告書の提出事由に追加する内容の開示省令の改正が施行された。

(2) 金融商品、退職給付及び研究開発費に係る会計基準の整備

平成8年6月21日の企業会計審議会総会において、第一部会で連結情報の充実等に向けた検討作業を行うこと、またこれと並行して①時価会計の在り方を含めた金融商品に係る会計基準、②企業年金に係る会計基準、③研究開発費に係る会計基準に係る検討作業を進めるための特別部会を設置し、21世紀に向けて残された会計上の課題を精力的に審議することとされた³²⁾。その後、金融システム改革に関する内閣総理大臣

指示及び大蔵大臣から関係審議会への要請を踏まえ、企業会計審議会では、一層の審議の効率化を図るため、平成9年2月7日に部会組織の再編を行い、常設部会を第一部会（企業会計の基準の設定等）及び第二部会（監査基準の設定等）に集約するとともに、金融商品、企業年金及び研究開発費に係る会計基準について、特別部会に代わり各々を審議する部会を設置することが決定された³³⁾。以下ではこれら会計基準の整備の概要を述べていくこととする。

①金融商品に係る会計基準

金融商品に係る会計基準については、平成2年5月29日の企業会計審議会報告書「先物・オプション取引等の会計基準に関する意見書等について」（第1章第7節3（1）参照）が公表されて以後、逐次、整備・改善がなされてきた。しかし、証券・金融市場のグローバル化やそれに伴う経営環境の変化等に対応して企業の透明性を維持していくためには、金融商品に関する会計基準の一層の整備が必要であるとの観点から、企業会計審議会金融商品部会（平成9年2月7日の企業会計審議会総会において「特別部会・金融商品委員会」から「金融商品部会」に改組された。）は、平成8年9月から審議を進め、平成9年6月6日の企業会計審議会総会において、中間報告として「金融商品に係る会計処理基準に関する論点整理」³⁴⁾を報告した。同論点整理においては、国際的な動向や日本の金融市場改革に当たっての3原則（フリー、フェア、グローバル）の観点に触れつつ、金融商品に係る会計基準を整備する必要がある旨、指摘したうえで、時価評価の導入の在り方、デリバティブ取引の認識方法、ヘッジ会計の導入、複合金融商品の会計処理、金融資産・負債のオフバランス化、貸付金の減損等、金融商品全般の会計基準を設定するに当たっての具体的な論点を提示した。

なお、同論点整理及び「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」において、時価評価の導入等については商法との調整を行う必要があるとの提言がなされた背景もあり、大蔵省と法務省とは共同で平成9年7月から「商法と企業会計の調整に関する研究会」（本節3（1）参照）を開催した。同研究会が平成10年6月16日に取りまとめた報告書では、金融商品の時価評価の導入について、(i)商法の債権者保護の観点からも、市場性のある金融商品について時価評価を行うことが必要であること、(ii)証券取引法及び金融商品に係る会計基準により時価評価が強制される公開会社については公正な会計慣行により商法上も時価評価が強制されるが、中小会社等については時価評価を行わないことが直ちに違法となることがないように、実務に配慮した対応が必要であること、(iii)時価評価を行う金融商品の範囲は金銭債権、有価証券等とし、デリバティブについても時価評価によるべきこととすること、(iv)債権者保護の観点から、評価益を配当可能利益とすることは適当ではないこと、といった考

え方が示された³⁵⁾。

こうした検討も踏まえつつ、企業会計審議会金融商品部会は、金融商品に係る会計基準についての審議を重ね、平成10年6月16日には公開草案を公表し、寄せられた意見を参考にしつつその後さらに審議を続けた。その結果、平成11年1月22日の企業会計審議会総会において、「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」³⁶⁾が取りまとめられた。この意見書では、同意見書について、(i)内外の広範な投資者の日本の証券市場への投資参加を促進し、(ii)投資者が自己責任に基づきより適切な投資判断を行うこと及び企業自身がその実態に即したより適切な経営判断を行うことを可能とし、(iii)国際的にも遜色のないディスクロージャー制度を構築する、との基本的認識に沿って行われている一連の会計基準の整備の一環を成すものと位置付けられた。また、同意見書において、金融商品に係る会計基準については主に以下のような内容及び考え方が示された。

- (i)金融資産・負債の範囲等： 本基準の適用対象となる金融商品の範囲は、現金預金、金銭債権債務、有価証券等具体的な資産・負債項目をもって示す。デリバティブ取引や複合金融商品も対象とする。また、時価とは、公正な評価額をいい、市場価格に基づく価額あるいは市場価格に基づき合理的に算定された価額をいう。
- (ii)金融資産・負債の発生・消滅の認識： 金融資産については、取引の契約時から契約当事者にリスクが生じることから、有価証券は約定時に、デリバティブ取引は（決済時ではなく）契約締結時に発生を認識することとする。また、金融資産の譲渡（消滅の一形態）の認識については、例えばリコース権（遡求権）や買戻し特約付きの金融債権の譲渡（いわば部分的な債権譲渡）なども見られることから、一定の要件³⁷⁾の下、金融資産をその構成要素に分解して譲渡（消滅）を認識する「財務構成要素アプローチ」を採用する。
- (iii)金融資産・負債の評価基準： 客観的な時価が測定できないものを除き、時価により換金・決済が可能な金融資産については、投資情報としても、企業の財務認識としても、国際的調和化の観点からも、これを時価評価し適切に財務諸表に反映することが必要である。しかし、金融資産の保有目的等によっては、価格変動リスクを認識する必要のない場合や直ちに売買を行う予定がない場合もあることから、時価評価を基本としつつも、保有目的に応じた処理方法を定めることが適当である。このような考え方を踏まえた金融資産ごとの具体的な評価基準は次のとおりである³⁸⁾。
- (イ)債権（受取手形、売掛金、貸付金等）： 原則として時価評価は行わず取得価額によることとするが、債権金額と取得価額とが異なる場合で、その差額が

金利の調整であると認められるときは、償却原価法³⁹⁾によらなければならない⁴⁰⁾。

- (ロ)有価証券： 保有目的等の観点から次のように分類し、それぞれ貸借対照表価額及び評価差額等の処理方法を定める。
- (A)売買目的有価証券： 時価評価し、評価差額は当期の損益として処理する。
- (B)満期保有目的の債券： 原則として、償却原価法を適用する。
- (C)子会社株式及び関連会社株式： 取得原価による。
- (D)その他有価証券： 時価評価し、評価差額は資本の部に計上⁴¹⁾する。
- ただし、市場価格が著しく下落したときには、回復すると認められる場合を除き、帳簿価額を時価に付け替え損失を計上するという強制評価減の考え方は、常時、すべての有価証券に適用する⁴²⁾。
- (イ)運用目的の金銭信託： 信託財産の構成物である金融資産・負債について、本基準により評価し、評価差額は当期の損益として処理する。
- (ニ)デリバティブ取引により生じる正味の債権・債務： 時価評価し、ヘッジに係るもの（後述）を除き、評価差額は当期の損益として処理する。
- (ホ)金銭債務： 支払手形、買掛金、借入金その他の債務は、債務額をもって貸借対照表価額とする。社債は、社債金額をもって貸借対照表価額とするが、社債を社債金額よりも低い価額又は高い価額で発行した場合には償却原価法による。
- (iv)貸倒見積高の算定： 金融機関の貸付金については、債務者の財政状態及び経営成績を考慮した分類に基づき貸倒見積高が算定されている状況下において、債権一般についても、債務者の財政状態及び経営成績が悪化し債務者に問題が生じている場合に貸倒見積高を適切に算定するための会計基準を整備する必要がある。そこで、債権を債務者の財政状態及び経営成績等の状況に応じて「一般債権」⁴³⁾、「貸倒懸念債権」⁴⁴⁾、「破産更生債権等」⁴⁵⁾に3区分し、次のとおり貸倒見積高の算定方法を定める。
- (イ)一般債権： 過去の貸倒実績率等合理的な基準により貸倒見積高を算定する。
- (ロ)貸倒懸念債権： 担保の処分見込額及び保証による回収見込額を考慮する方法、又は、元利金の将来のキャッシュ・フローを見積もることが可能な場合にはその割引現在価値と当該債権の帳簿価額の差額を貸倒見積高とする方法のいずれかによる。
- (ハ)破産更生債権等： 担保の処分見込額及び保証による回収見込額を減額した残額を貸倒見積高とする。
- (v)ヘッジ会計： ヘッジ対象及びヘッジ手段に係る損益を同一の会計期間に認識し、ヘッジの効果を財務諸表に反映させるヘッジ会計が必要である。このため、

ヘッジ会計を導入し、デリバティブ取引をヘッジ手段として利用しているヘッジ取引全般に対応し得るよう、ヘッジ会計に係る処理を包括的に定める。具体的には、ヘッジ対象とヘッジ手段とのそれぞれの損益が相殺される関係にある等の関係性、ヘッジ手段の有効性等の一定の要件を満たすことを要件として、時価評価されているヘッジ手段の損益を当期の損益に反映させず、ヘッジ対象の損益が認識されるまで資産又は負債として貸借対照表に計上して繰り延べる（両者の損益を対応させる。）処理を行う。

- (vi)複合金融商品： 新株引受権付社債については、社債部分と新株引受権部分とを区分して処理（従来どおり）し、転換社債⁴⁶⁾については、社債部分と転換権部分とを区分せず一体として処理する方法、又は、新株引受権付社債に準じて処理する方法のいずれでもよいこととする。その他の複合金融商品については、原則として、それを構成する個々の金融資産又は金融負債とに区分せず一体として処理する⁴⁷⁾。

また、同意見書では、金融商品に係る会計基準の実施時期について、平成12年4月1日以後開始する事業年度から実施されるよう措置することが適当であるが、「その他有価証券」については、平成13年4月1日以後開始する事業年度から実施することが適当である（平成12年4月1日以後開始する事業年度については注記することとし、任意に早期適用することは妨げない。）とされた⁴⁸⁾。また、本基準の実施に際して「外貨建取引等会計処理基準」との調整が必要となるため、企業会計審議会において今後早急に検討する必要がある旨の指摘がなされた。

この「外貨建取引等会計処理基準」については、平成7年5月に改訂が行われた（第2章第5節2（1）参照）が、前述のとおり金融商品に係る会計基準が整備され、一定の金融資産に時価評価が導入されるとともにヘッジ会計が採用されることとなったことを受け、金融商品に係る会計基準との整合性等を考慮して、見直しを行うことが必要となった。このため、企業会計審議会は、平成11年2月以降、金融商品部会において同基準の改訂について審議を行い、同年6月18日の公開草案の公表を経て、同年10月22日に「外貨建取引等会計処理基準の改訂に関する意見書」⁴⁹⁾を取りまとめた。同意見書の概要は次のとおりである。

まず、外貨建資産負債の換算基準の考え方が、為替相場の変動を財務諸表に反映することをより重視する観点から大きく見直された。従来は決算の換算レートは取得時の為替相場で円換算することを基本としていた⁵⁰⁾が、これが原則として決算時の為替相場で円換算することに改められた。具体的には、

- (i)外貨建金銭債権債務については、短期・長期の区分をせず、決算時の為替相場

により円換算し、換算差額は原則として当期の損益として処理する、
(ii)外貨建有価証券については、(イ)満期保有目的の債券は決算時の為替相場により円換算し、換算差額は当期の損益として処理する、(ロ)時価評価される有価証券(売買目的有価証券及びその他有価証券)は、外国通貨による時価を決算時の為替相場により円換算し、評価差額に含まれる換算損益は原則として金融商品に係る会計基準に基づき処理する(すなわち、売買目的有価証券については当期の損益として処理し、その他有価証券については税効果会計を適用したうえで資本の部に計上する。)、(ハ)子会社株式及び関連会社株式は、取得時の為替相場により円換算する(従来どおり)
等とされた。

また、ヘッジ会計については、従来は「外貨建取引等会計処理基準」において為替予約等のヘッジの効果を反映する処理が部分的に導入されていたが、前述の金融商品の会計基準においてヘッジ会計の基準が整備されたことから、外貨建取引についても原則的には金融商品に係る会計基準におけるヘッジ会計が適用されることとなった。また、当分の間、振当処理⁵¹⁾によることもできるとされ、その方法が統一された。

さらに、在外支店の財務諸表項目や在外子会社等の財務諸表項目の換算についても、基本的に従来の考え方を踏襲しつつ必要な見直しが行われた。例えば、在外子会社等の資産・負債の換算に用いる為替相場(決算時の為替相場)と資本の換算に用いる為替相場(親会社による株式取得時の為替相場)とが異なることによって生じる換算差額、すなわち為替換算調整勘定は、従来は連結財務諸表の資産又は負債の部に計上することとされていたが、資本の部に計上することに改められた。

同意見書で示された改訂基準は、金融商品に係る会計基準の実施に併せて平成12年4月1日以後開始する事業年度から適用(その他有価証券の換算基準は、その他有価証券の時価評価を行う事業年度から適用。)されたが、為替換算調整勘定の表示については早期適用も妨げないとされた。⁵²⁾

企業会計審議会において金融商品に係る会計基準の設定についての審議が進められていた間、法制審議会商法部会においても金融資産の時価評価制度の導入等について検討が行われ、その結果、平成11年2月16日に「商法等の一部を改正する法律案要綱」が法務大臣に答申された。これを踏まえた商法等の改正法は平成11年8月13日に公布され、同改正により、市場価格がある金銭債権、社債、株式(子会社株式を除く。)等につき時価を付することができることとされた。改正法の規定のうち金融資産の時価評価に関する規定は、金融商品に係る会計基準の実施時期に併せて平成12年4月1日に施行する(同日前に開始した営業年度については、なお従前の

例による。)こととされた。そして、平成12年3月30日に計算書類規則を改正する法務省令が公布され、金融資産や評価差額金の記載方法等が整備された。⁵³⁾

また、平成12年3月13日には、財務諸表等規則等の改正省令が公布された。金融商品の会計基準に関する内容としては、(i)従前は原価評価を前提として「有価証券の時価等の注記」が求められていたところこれが「有価証券に関する注記」へと改められ、有価証券の保有目的ごとの分類に応じて取得原価、時価、評価損益、売却損益等を注記しなければならないこと⁵⁴⁾、(ii)ヘッジ会計の方法を重要な会計方針の記載項目として追加すること、(iii)売買目的有価証券等は流動資産に計上すること、その他有価証券の評価差額を資本の部において区分掲記すること等が規定された。また、外貨建取引等会計処理基準の改訂に関する内容としては、外貨建資産・負債を決算日の為替相場で円換算することとなったことに伴う注記事項の廃止や、連結財務諸表における為替換算調整勘定の表示方法(資本の部に区分掲記する。)が規定された。改正省令は平成12年4月1日から施行され、同年4月1日以後開始する事業年度から適用することとされた。なお、その他有価証券については、同年4月1日以後最初に開始する事業年度等において、時価評価を行わない場合に時価、評価差額相当額、繰延税金資産相当額等を注記する旨の経過措置が規定された。⁵⁵⁾

②退職給付に係る会計基準

企業年金に係る情報は、運用環境の変化等により将来の年金給付に必要な資産の確保に対する懸念が生じていた中で、投資情報としても企業経営の観点からも重要性が高まっていた。そこで、年金資産や年金負債の現状を明らかにするとともに企業の負担する退職給付費用について適正な会計処理が行われるための、国際的にも通用する会計処理及びディスクロージャーの整備が必要となっていた。

企業年金に係る会計基準については、平成8年7月に企業会計審議会に特別部会を設置して検討することとされたが、同審議会の審議に資するため、同月以降、まず「企業財務懇談会」(大蔵省証券局企業財務課長の私的研究会)において論点整理が行われ、平成9年2月7日の企業会計審議会総会において「企業年金に係る会計処理基準の検討にあたっての論点の整理」⁵⁶⁾が報告⁵⁷⁾された。同論点の整理においては、企業年金やその会計基準を巡る国内外の状況についての基本的認識、企業年金に係る会計基準の整備の必要性等が述べられたうえで、具体的な論点として、(i)退職給付引当金及び企業年金等に係る包括的会計基準の設定、(ii)退職給付コストを退職給付債務の発生ベースにより認識することの検討、(iii)年金資産を時価評価することにより年金支払に不足を生じた場合の年金負債の認識の在り方の検討、(iv)企業の採用する退職給付金制度等の定性的情報等のディスクロージャー、が挙げられた。同論点の整理を受け、平成9年2月以降、企業会計審議会企業年金部会は、企業年

金を含む従業員の退職給付全般に係る会計基準について検討を行い、平成10年4月17日に公開草案を公表した。そして、公開草案に対する意見を参考にしつつさらに審議を行った。そして、企業会計審議会は、同年6月16日に「退職給付に係る会計基準の設定に関する意見書」⁵⁸⁾を取りまとめ、公表した。

同意見書では、(i)企業会計原則における将来の退職給付費用の引当ての考え方⁵⁹⁾に立ち、企業間の比較可能性を確保する観点から、企業から直接給付される退職金と企業年金制度から給付される退職給付とを合わせた包括的な会計基準を検討する⁶⁰⁾、(ii)基本的な会計処理の枠組みとして、支出の原因の発生時に費用を認識する「発生主義」の考え方を採用し、国際会計基準との調和を図るとともに、具体的な計算方法においては国内の実態を踏まえた処理方法を採用するという基本的な考え方を踏まえた具体的な会計基準が提示された。その要点は以下のとおりである⁶¹⁾。

- (i)発生給付評価方式の採用： 将来の昇給等を見込んだ退職給付見込額をベースとした割引現在価値により退職給付債務を計算する。
- (ii)年金資産の時価評価
- (iii)企業年金制度を採用している企業の年金給付債務の計算における年金資産の控除（ただし、年金資産が年金給付債務を超過する額は控除できない。）
- (iv)過去勤務債務等の認識の遅延認識： 過去勤務債務⁶²⁾及び数理計算上の差異⁶³⁾については、残存勤務期間にわたって定期的に費用計上する。
- (v)貸借対照表上における表示科目の統一： 原則として「退職給付引当金」の科目をもって表示する。
- (vi)注記事項の充実： 企業の採用する退職給付制度、退職給付債務や年金資産、退職給付費用等の内訳、数理計算に用いた基礎数値等について注記する。

同意見書において企業会計審議会は、退職給付に係る会計基準の実施時期について、平成12年4月1日以後に開始する事業年度から実施することが適当であるとしつつも、数理計算を実施するための整備状況から直ちに適用することが困難である会社については、平成12年4月1日以後に開始する事業年度においては注記を行い、平成13年4月1日以後に開始する事業年度から本基準に基づく会計処理を行うことが適当であると提言した。また、今般の会計処理は、これまでの日本の企業年金の会計慣行を大幅に変えるものであり、一時に極めて多額の影響が生じることから、会計処理の見直しによる影響額は15年以内で費用処理する経過措置を設けることが適当である旨、併せて提言した。

これを踏まえ、平成12年3月13日に財務諸表等規則及び連結財務諸表規則の改正省令がそれぞれ公布され、退職給付に関する定性的情報（採用している退職給付制

度の概要)及び定量的情報(退職給付債務・費用の内訳及び計算基礎に関する事項)の注記を義務付ける⁶⁴⁾、貸借対照表における表示科目を「退職給与引当金」から「退職給付引当金」に改める等の規定が整備され、これらの規定は平成12年4月1日以後開始する事業年度から適用された⁶⁵⁾。

③研究開発費に係る会計基準

企業の研究開発費は、その将来の成長力の分析に当たり不可欠な情報であるが、当時日本には「研究開発費」の定義がなく範囲も不明確であったことから、内外の投資家からその会計基準の策定が求められていた⁶⁶⁾。研究開発費に係る会計基準については、平成8年6月21日の企業会計審議会総会において特別部会が設置されてこれを検討することが決定されたが、同審議会における審議の効率化を図るため、平成9年2月以降は「企業財務懇談会」において論点整理が行われ、その結果、同懇談会が取りまとめた「研究開発費に係る会計処理基準の検討にあたっての論点の整理」⁶⁷⁾が平成9年6月6日の企業会計審議会総会において報告された。同論点の整理において同懇談会は、研究開発活動の重要性の増大、研究開発費に係る会計基準等の整備の必要性といった基本的認識を示したうえで、具体的論点として、研究・開発の定義の明確化、ソフトウェアを含む包括的会計基準の設定、研究開発費を構成する原価要素(人件費、原材料費等)の範囲、会計処理(資産計上の是非、資産計上科目、償却方法等)、研究開発活動に関する情報開示、商法など他法令との関係に係る論点を提示した。同論点の整理の取りまとめを受け、企業会計審議会研究開発費部会は平成9年7月に審議を開始し、同年12月22日に公開草案を公表して意見を求めた後、寄せられた意見を参考にしつつさらに審議を行った。そして、企業会計審議会は、平成10年3月13日に「研究開発費等に係る会計基準の設定に関する意見書」⁶⁸⁾を取りまとめ、公表した。

同意見書で企業会計審議会は、企業の研究開発に関する適切な情報提供、企業間の比較可能性及び国際的調和の観点から研究開発費に係る会計基準を整備することが必要であるとし、会計基準の整備に当たっては、ソフトウェアに関する会計基準を含む包括的会計基準を設定するとの考えを示した。そして、会計基準の具体的内容としては、(i)「研究」及び「開発」の定義を国際的にも整合性のある形で明確にするとともに、人件費、原材料費等研究開発のために費消されたすべての原価を研究開発費とする、(ii)研究開発費は将来の収益獲得が不確実であり、また、実務上客観的に判断可能な一定の資産計上要件を定めることは困難であるため、すべて発生時に費用処理する、(iii)ソフトウェアの制作費用についてはその制作目的別に会計基準を明確化する、等を提示した。また、ディスクロージャーについては、研究開発費の総額を財務諸表に注記すること等を提言し、さらに実施時期については平成11

年4月1日以後開始する事業年度から実施されるよう措置することが適当であるとされた。⁶⁹⁾

これを受けて平成10年11月24日に財務諸表等規則等の改正省令が公布された。同改正により、財務諸表及び連結財務諸表に研究開発費の総額について注記すること等が定められた。これらの規定は平成11年4月1日以後開始する事業年度から適用された。

(3) 固定資産に係る会計基準等に関する検討

企業会計審議会は、連結財務諸表、中間財務諸表、キャッシュ・フロー計算書、税効果会計、金融商品会計、外貨換算会計、退職給付会計、研究開発費会計等幅広い分野にわたる審議を行い、平成9年から平成11年にかけて多くの意見書を取りまとめてきた。これらに係る会計基準の整備が一段落した平成11年10月22日の企業会計審議会総会では、新たに「固定資産の会計処理」及び「監査基準等の一層の充実」（本節4(3)参照）を審議事項とすることが決定された⁷⁰⁾。このうち固定資産の会計処理について企業会計審議会は、同年12月以降第一部会において審議を行い、平成12年6月23日に中間的な取りまとめとして「固定資産の会計処理に関する論点の整理」⁷¹⁾を公表し、各界から意見を求めた⁷²⁾。

同論点の整理は、取得原価を基準に評価されている「事業用資産」について、不動産をはじめとする事業用資産の価格や収益性が著しく低下している状況において、帳簿価額がその価値を過大に表示したまま将来に損失を繰り延べているおそれがあり、また、そうした疑念が財務諸表への社会的な信頼を損ねているという指摘があるとして、投資者に有用な情報を提供するうえで固定資産の評価は避けて通れない問題になっている、との見解を示した。そして、固定資産の会計処理には多くの課題が残されている状況の下でどの問題を取り上げるかについて審議を重ねてきた結果、投資者に有用な情報を提供し会計基準の国際的な調和を図るうえで最優先の課題は「減損」の会計処理であり、まずその基準を整備することが必要であるという結論に達したとして、「固定資産の減損会計」⁷³⁾についての論点を提示した。具体的には、例えば、固定資産の評価（価値の下落した資産の評価額⁷⁴⁾の在り方等）、減損の認識（減損の存在がある程度確実な場合に限って減損を認識するべきとの意見等）、減損損失の測定（決算時の帳簿価額の回収可能性に基づき減損損失を測定することをどのように考えるかということ等）、減損損失の測定に際しての将来キャッシュ・フロー及び割引率の考え方、資産のグルーピングや共有資産の減損処理の在り方、のれん（連結調整勘定）の減損処理の在り方等に関する論点を示した。また、同論点の整理は、投資不動産について、日本における会計処理と国際会計基準との違い⁷⁵⁾にどのように対処するかについて検討することを示した。⁷⁶⁾

この間の平成12年5月12日に開催された企業会計審議会総会では、「企業結合会計」について幅広い観点から審議を行うこと、また、企業会計に関する新たな事象を適時に取り上げて対処するため新たに企画調整部会を設置することが決定された。企画調整部会では、①内外の会計基準の動向や新たな課題の把握、②対処方針の検討（新基準の設定、既存の基準の改訂や解釈の変更、省令・ガイドラインでの対処、実務指針作成依頼等）、③他の部会で審議されない基準等の一部修正や解釈の変更等を取り扱うこととされた。⁷⁷⁾

（4）企業会計基準設定主体の在り方に関する検討

平成12年4月11日、大蔵省は、経済活動の高度化、複雑化、国際化等を踏まえ、経済の重要な基盤である会計基準の設定について、官民が適切な役割分担の下で人材・資源を結集しその機能を強化していくことが強く求められているとして、民間機関が会計基準設定機能を担うことにつき満たすべき要件を含めてその具体的可能性等について幅広い観点から議論・検討を行うため、産業界、証券界、監査人、学界の関係者をメンバーとする「企業会計基準設定主体のあり方に関する懇談会」を開催することを発表した⁷⁸⁾。同懇談会は、同年6月29日に、同懇談会としてのそれまでの議論の論点を整理した「企業会計基準設定主体のあり方について（論点整理）」⁷⁹⁾を公表した。

同論点整理では、会計基準の設定について、環境変化を踏まえたシステムが必要となっているとされたうえで、民間分野における実務的な専門的知識や資源を常時・最大限結集できる枠組みの構築が必要となっているところであり、現行システムの問題点等を検証しつつ、積極的に民間主体の枠組みを検討していくべきであるとの指摘がなされた。また、新しい枠組みとする場合、確保されるべき必要な要件を満たし、かつ充実した組織・体制等を構築することによって作成した基準が有効に機能するという信頼を国内外から得ることが必要不可欠であることや、民間機関が基準設定機能を担う方式に移行する場合、当該民間機関が有効に機能する見通しが立つことを確かめながら段階的に移行する必要がある、との基本的な考え方も示された。

また、新しい枠組みに係る具体的な論点として次の4点が上げられた。まず①「民間基準設定主体に確保されるべき要件」について、(i)独立性、(ii)人事の公正性・透明性、バランスの確保、(iii)会計基準設定プロセスの透明性、(iv)専門性、多様性、(v)常設・常勤性、即時性、能動性、国際性等の各要件を満たすことが必要であることが確認された、とされた。次に②「民間基準設定主体に求められる組織・体制等」として、組織運営等に責任を持つ組織（運営委員会（仮称））と、基準設定に責任を持つ組織（会計基準設定委員会（仮称））とを分離して組織することが適当であるとされた。民間基準設定主体の③「資金調達」については、相当規模の資金の必要性、資金拠出者からの独立性、資金調達の安定性等を踏まえ、資金調達の在り方についての考え方

が整理された。そして④「官民の役割分担」については、「諸外国の例を見ても〔中略〕我が国においても、投資家保護等の観点から行政当局が一定の役割を果たすこと、すなわち、行政当局自らが会計基準を設定する権限を留保しつつ、民間機関により作成された会計基準を承認することや、必要に応じ会計基準作成の要請を行うこと等が必要である」と指摘された。

〔注〕

- 1) 証券取引審議会「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」(平成9年6月13日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm。
証券取引審議会の最終報告書の同日(平成9年6月13日)に公表された大蔵省「金融システム改革のプラン～改革の早期実現に向けて～」においても、連結財務諸表制度の見直しを平成11年3月期から段階的に実施すること、及び金融商品に関する会計基準の整備を平成10年夏までに取りまとめる企業会計審議会の最終意見書を踏まえ早急に実施することが盛り込まれた。また、ディスクロージャー制度の見直しは規制緩和の一環としても取り上げられ、平成9年3月の「規制緩和推進計画(再改定)」や平成10年3月の「規制緩和推進3か年計画」等に、連結ベースのディスクロージャーへの転換、連結子会社に係る開示内容の見直し等が掲げられた。さらに、平成10年11月の「緊急経済対策」や平成11年11月の「経済新生対策」にも会計基準の整備やその着実な実施について盛り込まれた。
- 2) 企業会計審議会「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」(平成9年6月6日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a902.htm。「新しい企業会計の基準について」『ファイナンス』平成11年3月号 44-49ページ。
- 3) 企業会計審議会「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」(平成9年6月6日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a902.htm。
- 4) 連結ベースでの偶発債務の注記、連結財務諸表の表示科目の統合等については、平成10年4月1日以後開始する事業年度から実施するよう措置することが適当であるとされた。
- 5) 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律について」『ファイナンス』平成10年7月号 3-13ページ。
- 6) 関連会社については、従前の「連結財務諸表原則」では、議決権所有割合が20%以上であって、かつ人事、資金、技術、取引等の関係を通じて財務・営業の方針に対して重要な影響を与えることができる場合がその要件となっていた。
- 7) 企業会計審議会「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」(平成9年6月6日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a902.htm。「新しい企業会計の基準について」『ファイナンス』平成11年3月号 44-49ページ。
- 8) 企業会計審議会第一部会「連結財務諸表制度における子会社及び関連会社の範囲の見直しに係る具体的な取扱い」(平成10年10月30日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a919.htm。
- 9) 証券取引法第5条第1項(有価証券届出書)、同法第24条第1項(有価証券報告書)等が改正され、従前、これらの提出書類に「当該会社」の「営業及び経理の状況その他事業の内容に関する重要な事項」等を記載するよう規定されていたものが、「当該会社の属す

る企業集団及び当該会社」の「経理の状況その他事業の内容に関する重要な事項」等を記載することとされた。

- 10) 大蔵省「[有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る具体的な取扱い]」の公表について(平成11年2月19日新聞発表) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a922.htm。
- 11) 連結財務諸表については、連結キャッシュ・フロー計算書・連結附属明細表の導入以外の見直しも行われた。例えば、先述のとおり子会社の判定基準として支配力基準が導入されたほか、連結手続の明確化、表示科目の統合(平成10年2月20日に改正省令公布。同年4月以後開始する事業年度から先行実施された。)、連結財務諸表における注記事項の拡充(連結会社に係るリスク情報(偶発債務及び重要な後発事象)の注記(平成10年2月20日に改正省令公布。同年4月以後開始する事業年度から先行実施された。)、関連当事者との取引に係る注記(平成10年11月24日に改正省令公布。平成11年4月以後開始する事業年度から実施。))、有価証券の時価情報、デリバティブ取引の状況等に係る注記(平成11年3月30日に改正省令公布。同年4月以後開始する事業年度から実施された。))等が行われた。
- 12) 「有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る省令改正〔上〕」『旬刊 商事法務』平成11年7月5日号 20-26ページ。「有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る省令改正〔中〕」『旬刊 商事法務』平成11年7月25日号 35-44ページ。
- 13) 「有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る省令改正〔下〕」『旬刊 商事法務』平成11年8月5日号 88-92ページ。
- 14) 企業会計審議会「中間連結財務諸表等の作成基準の設定に関する意見書」(平成10年3月13日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a909a1.htm。
- 15) 「実績主義」とは、中間会計期間を事業年度と並ぶ一会計期間と見たうえで、中間連結財務諸表及び中間財務諸表(以下、「中間財務諸表」という。)を、原則として事業年度の連結財務諸表及び財務諸表(以下、「財務諸表」という。)と同じ会計処理基準を適用して作成し、当該中間会計期間の財政状態等に関する情報を提供するものとする考え方のことである。これに対して、中間会計期間を事業年度の一構成部分と位置付けて、中間財務諸表を部分的に事業年度の財務諸表と異なる会計処理基準を適用して作成し、当該中間会計期間を含む事業年度の業績の予測に資する情報を提供するものとする「予測主義」と呼ばれる考え方もあり、従来の「中間財務諸表作成基準」はこの「予測主義」の考え方によっていた(企業会計審議会「中間連結財務諸表等の作成基準の設定に関する意見書」(平成10年3月13日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a909a1.htm)。
- 16) 企業会計審議会「中間連結財務諸表等の作成基準の設定に関する意見書」(平成10年3月13日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a909a1.htm。企業会計審議会「[中間連結財務諸表等の作成基準の設定に関する意見書]及び[連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準の設定に関する意見書]」の概要 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a909ab.htm。
- 17) 企業会計審議会「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準の設定に関する意見書」(平成10年3月13日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a909b1.htm。
- 18) 従来の「資金収支表」は、財務諸表外の情報として位置付けられていた(企業会計審議

会「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準の設定に関する意見書」(平成10年3月13日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikai/tosin/1a909b1.htm。

連結キャッシュ・フロー計算書等は、財務諸表の一つと位置付けられたことに伴って、公認会計士等の監査の対象となった。

- 19) 企業会計審議会「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準の設定に関する意見書」(平成10年3月13日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikai/tosin/1a909b1.htm。企業会計審議会「「中間連結財務諸表等の作成基準の設定に関する意見書」及び「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準の設定に関する意見書」の概要」金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikai/tosin/1a909ab.htm。
- 20) 税効果会計とは、企業会計上の収益・費用と課税所得計算上の益金・損金の認識時点の相違等により、企業会計上の資産・負債の額と課税所得計算上の資産・負債の額とに相違がある場合において、法人税等の額を適切に期間配分することにより、法人税等を控除する前の当期純利益と法人税等とを合理的に対応させるための会計処理のことである(企業会計審議会「税効果会計に係る会計基準の設定に関する意見書」(平成10年10月30日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikai/tosin/1a918a.htm、財務諸表等規則第8条の11等)。
- 21) 大蔵省・法務省「商法と企業会計の調整に関する研究会報告書」(平成10年6月16日)『旬刊 商事法務』平成10年7月5日号 29-32ページ。
- 22) 企業会計審議会「税効果会計に係る会計基準の設定に関する意見書」(平成10年10月30日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikai/tosin/1a918a.htm。
- 23) 例えば、引当金の損金算入限度超過額や減価償却費の損金算入限度超過額がある場合など、法人税等の支払が企業会計上前払いとなるときは、繰延税金資産を計上するとともに法人税等の額を減額することとなる。他方、利益処分により租税特別措置法上の諸準備金が計上された場合など、法人税等の支払が税法上延期されるときは、繰延税金負債を計上するとともに法人税等の額を増額することとなる(企業会計審議会「「税効果会計に係る会計基準の設定に関する意見書」の概要」(平成10年10月30日)金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikai/tosin/1a918.htm)。
- 24) 平成11年3月30日に公布された省令(中間連結財務諸表規則)においても、税効果会計に係る規定が盛り込まれた。
- 25) 財務諸表及び連結財務諸表における繰延税金資産・繰延税金負債の表示方法については、これらに関連した資産・負債の分類に基づき、繰延税金資産は流動資産又は投資その他の資産として、繰延税金負債は流動負債又は固定負債として、それぞれ「繰延税金資産」・「繰延税金負債」の科目をもって区分掲記することとされた。
- 26) 税引前当期純利益又は税引前当期純損失の次に、当該事業年度・当該連結会計年度に係る法人税等(税効果会計を適用したもの)と、法人税等調整額(税効果会計の適用により計上される法人税等の調整額)をそれぞれ記載すること(中間財務諸表及び中間連結財務諸表においてはこれらの一括記載も可。)とされた。
- 27) 財務諸表及び連結財務諸表において、繰延税金資産・繰延税金負債の発生の主な原因別の内訳等を注記することとされた。
- 28) 「税効果会計の適用等に係る省令改正〔下〕」『旬刊 商事法務』平成11年4月25日号 12-20

ページ。

- 29) 「税効果会計の導入に係る計算書類規則の一部改正」『旬刊 商事法務』平成11年6月5日号 24-28ページ。
- 30) 平成11年4月には、インサイダー取引規制における重要事実に係る「軽微基準」についても「資産の総額」から「純資産額」を基準するものへ見直された。
- 31) 大蔵省「「適格機関投資家の範囲の拡大」、発行登録制度の利用適格要件の拡大」及び「臨時報告書の重要性の基準の見直し」について（案）の公表について」（平成11年3月5日新聞発表）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/jouhou/kinki/ki010.htm。「金融システム改革法によるディスクロージャー制度の見直しに伴う企業内容等の開示に関する省令等の改正の概要〔上〕」『旬刊 商事法務』平成11年9月5日号 27-35ページ。
- 32) 『証券年報 平成8年版』220-222ページ。
- 33) 大蔵省「企業会計審議会の部会改組について」（平成9年2月7日新聞発表）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/gijiyosi/1a006a3a.htm。『証券年報 平成9年版』252-253ページ。
- 34) 企業会計審議会「金融商品に係る会計処理基準に関する論点整理」（平成9年6月6日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a903.htm。
- 35) 「株式交換等に係る平成11年改正商法の解説〔上〕」『旬刊 商事法務』平成11年9月5日号 4-26ページ。
- 36) 企業会計審議会「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」（平成11年1月22日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a921b.htm。
- 37) 金融資産の消滅の認識がなされるのは、①譲渡された金融資産に対する譲受人の権利が第三者から法的に保全されていること、②譲受人が譲渡された金融資産の権利を通常の方法で享受できること、③譲渡人が譲渡した金融資産をその満期日前に買戻す権利・義務を実質的に有していないこと（金融資産を担保とした貸借取引でないこと）、の3要件がすべて満たされた場合とされた。
- 38) 金融資産ごとの評価基準は、同意見書で示された「金融商品に係る会計基準」による。
- 39) 取得価額と債権金額との差額を弁済期に至るまで毎期一定の方法で貸借対照表価額に削減する方法。
- 40) 債権の貸借対照表価額は、取得価額又は償却原価法により算定された価額から、貸倒見積高に基づき算定された貸倒引当金を控除した価額とするとされた。
- 41) 時価が取得原価を上回る銘柄の評価差額は資本の部に計上し、時価が取得原価を下回る銘柄の評価差額は当期の損失として処理する方法によることもできることとするとされた。
- 42) 企業会計審議会「金融商品に係る会計基準の概要」（平成11年1月22日新聞発表）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a921a.htm。
- 43) 経営に重大な問題が生じていない債務者に対する債権。
- 44) 経営破綻には至っていないが、債務の弁済に重大な問題が生じているか又は生じる可能性の高い債務者に対する債権。
- 45) 経営破綻又は実質的に経営破綻に陥っている債務者に対する債権。
- 46) ここで述べている内容は転換社債の発行者側の処理についてである。転換社債の取得者側の処理については、社債部分と株式転換権部分とを区分せず普通社債に準じて処理し、権利を行使したときに株式に振り替える処理をすることとなる。
- 47) 金利オプションを組み込んだ借入金のように金利の支払がネットされるものは原則とし

- 一つの金融商品として処理することとし、デリバティブの価値が元本の返済額を増減させるようなもの（借入元本に係る通貨オプションを組み入れた円建てローン等）は元本とデリバティブとを区分し、元本は原価評価とし、デリバティブは時価評価とする（企業会計審議会「金融商品に係る会計基準の概要」（平成11年1月22日新聞発表）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a921a.htm）。
- 48) 加えて、金融商品の評価基準に関係しない金融資産・負債の発生・消滅の認識、貸倒見積高の算定方法については、実務上の対応が可能となった場合には、平成12年4月1日前に開始する事業年度から適用することを妨げない、とされた。
 - 49) 企業会計審議会「外貨建取引等会計処理基準の改訂に関する意見書」（平成11年10月22日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a924b.htm。
 - 50) 例外的に、外貨建短期金銭債権債務については決算時の為替相場により円換算することとされていたほか、有価証券に低価法を採用した場合には決算時の為替相場により円換算されることとされていた。
 - 51) 為替予約等により確定する決算時における円貨額により外貨建取引及び金銭債権債務等を換算し、直物が替相場との差額を期間配分する方法。
 - 52) 企業会計審議会「外貨建取引等会計処理基準の改訂に関する意見書」（平成11年10月22日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a924b.htm。大蔵省「外貨建取引等会計処理基準改訂のポイント」（平成11年10月22日新聞発表）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a924a.htm。
 - 53) 「株式交換等に係る平成11年改正商法の解説〔上〕」『旬刊 商事法務』平成11年9月5日号 4-26ページ。「株式交換等に係る平成11年改正商法の解説〔下〕」『旬刊 商事法務』平成11年9月25日号 4-10ページ。「時価会計導入に伴う計算書類規則の一部改正」『旬刊 商事法務』平成12年4月25日号 11-15ページ。
 - 54) 「有価証券に関する注記」は、連結ベースの財務諸表を作成している場合には個別ベースの財務諸表での注記を不要とする、従来の取扱いが踏襲された。
 - 55) 「財務諸表等規則等四省令の改正〔上〕」『旬刊 商事法務』平成12年4月25日号 4-10ページ。「財務諸表等規則等四省令の改正〔下〕」『旬刊 商事法務』平成12年5月5日号 69-75ページ。
 - 56) 企業財務懇談会「企業年金に係る会計処理基準の検討にあたっての論点の整理」（平成9年1月23日）日本公認会計士協会『JICPAジャーナル』平成9年4月号（平成9年、日本公認会計士協会）116-120ページ。
 - 57) 大蔵省「企業会計審議会総会の開催について」（平成9年2月7日新聞発表）（別紙3）「企業年金に係る会計処理基準の検討について」金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/gijiyosi/1a006a3c.htm。
 - 58) 企業会計審議会「退職給付に係る会計基準の設定に関する意見書」（平成10年6月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a913a2.htm。
 - 59) 企業会計原則に基づく基本的な会計処理の考え方は、将来の退職給付のうち当期の負担に属する額を当期の費用として引当金に繰り入れ、当該引当金の残高を貸借対照表の負債の部に計上するというものであった（企業会計審議会「退職給付に係る会計基準の設定に関する意見書」（平成10年6月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a913a2.htm）。

- 60) 当時の退職給付に関する会計処理は、退職給付のうち企業が直接給付する部分については退職給与引当金による処理が行われる一方、企業年金制度については拠出金を支払時の費用として処理する実務が行われており、取扱いが区々となっていた。しかし、いずれも退職給付であることに違いはないことから、企業会計審議会では、企業年金制度を含め、退職給付について包括的に検討を行った（企業会計審議会「退職給付に係る会計基準の設定に関する意見書」（平成10年6月16日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a913a2.htm）。
- 61) 企業会計審議会「「退職給付に係る会計基準の設定に関する意見書」の概要」金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a913b.htm。
- 62) 「過去勤務債務」とは、給付水準の改定による過年度分の給付増加額をいう。
- 63) 「数理計算上の差異」とは、数理計算における予定計算と実績との差及び予定計算の数値変更により生じる計算差額等をいう。
- 64) 退職給付に関する注記は、連結財務諸表を作成している場合には個別財務諸表での注記は不要とされた。
- 65) 「財務諸表等規則等四省令の改正〔上〕」『旬刊 商事法務』平成12年4月25日号 4-10ページ。「財務諸表等規則等四省令の改正〔下〕」『旬刊 商事法務』平成12年5月5日号 69-75ページ。
- 66) 「企業会計・ディスクロージャー制度の整備について」『ファイナンス』平成10年4月号 101-109ページ。
- 67) 企業財務懇談会「研究開発費に係る会計処理基準の検討にあたっての論点の整理」（平成9年6月6日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a904.htm。
- 68) 企業会計審議会「研究開発費等に係る会計基準の設定に関する意見書」（平成10年3月13日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a909e1.htm。
- 69) 企業会計審議会「研究開発費等に係る会計基準の設定に関する意見書」（平成10年3月13日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a909e1.htm。企業会計審議会「「研究開発費等に係る会計基準の設定に関する意見書」の概要」金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a909e.htm。
- 70) 大蔵省「企業会計審議会総会の開催について」（平成11年10月22日新聞発表）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a924a.htm。
- 71) 企業会計審議会「固定資産の会計処理に関する論点の整理」（平成12年6月23日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a927b.htm。
- 72) 企業会計審議会「企業会計審議会第一部会の論点整理の公表について」（平成12年6月23日新聞発表）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a927a.htm。
- 73) 固定資産の減損処理（減損会計）とは、収益性の低下により投資額を回収する見込みが立たなくなった帳簿価額を、一定の条件の下で回収可能性を反映させるように減額する会計処理のことである（企業会計審議会「固定資産の会計処理に関する論点の整理」（平成12年6月23日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a927b.htm）。
- 74) 同論点の整理で企業会計審議会は、価値の下落した資産の評価額には、①公正価値（時

- 価)、②企業に固有の見積将来キャッシュ・フローの割引現在価値、③見積将来キャッシュ・フローの総額、等の複数の類型があるので、財務諸表におけるそれらの目的適合性や見積可能性等についてさらに検討する必要があるとしている。
- 75) 投資不動産の会計処理について、日本では、有形固定資産と同様の会計処理（取得原価基準）であったが、国際会計基準においては、公正価値による評価と取得原価基準による評価のいずれかを選択することとされていた（企業会計審議会「固定資産の会計処理に関する論点の整理」（平成12年6月23日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a927b.htm）。
- 76) 固定資産の会計処理については、企業会計審議会が金融庁に移管された後、同審議会に設けられた固定資産部に引き継がれ検討が継続された。同審議会は、平成13年7月6日に「固定資産の会計処理に関する審議の経過報告」を、平成14年4月19日に公開草案を、同年8月9日に「固定資産の減損に係る会計基準の設定に関する意見書」を取りまとめ公表した（企業会計審議会「固定資産の減損に係る会計基準の設定に関する意見書」（平成14年8月9日）金融庁ウェブ・ページ <https://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/singi/f-20020809-1/f-20020809c.pdf>）。
- 77) 大蔵省「企業会計審議会総会の開催について」（平成12年5月12日新聞発表）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a925a.htm。
- 78) 大蔵省「「企業会計基準設定主体のあり方に関する懇談会」の開催について」（平成12年4月11日新聞発表）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/jouhou/kinki/ki023.htm。
- 79) 企業会計基準設定主体のあり方に関する懇談会「企業会計基準設定主体のあり方について（論点整理）」（平成12年6月29日）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/jouhou/kinki/20000629a.htm。

4 監査制度の充実・強化及び監査基準の整備

社会・経済の多様化・国際化の中で、拡大し高度化する監査上のニーズに公認会計士監査が十分に答えることができていないとの指摘があること等を背景に、公認会計士審査会は、平成8年9月以降、監査体制、監査報告の在り方等を含めた制度全体の検討を進めていた（第2章第5節3（2）参照）。また、同年11月以降本格化した「金融システム改革」の一環としても、公認会計士監査やその規範となる監査基準は、ディスクロージャーの適正性を確保し、市場がその機能を有効に発揮するための基盤であるなど、金融システム改革のインフラの一つとしてその一層の充実が求められることとなった。以下では、公認会計士監査制度の充実・強化及び監査基準の整備に係る取組みについて述べていくこととする。

（1）「会計士監査の充実に向けての提言」¹⁾の主な内容

平成8年9月以降、監査体制、監査報告の在り方等を含めた監査制度全体の検討を

進めてきた公認会計士審査会は、平成9年4月24日に「[会計士監査の充実に向けての提言]～市場機能の有効な発揮のためのディスクロージャーの適正性の確保～」を取りまとめ、10の具体的諸施策を提言した。この提言で同審査会は、証券市場の活性化にはディスクロージャーの適正性の確保による市場機能の有効な発揮が不可欠であり、これは、会計基準、監査実務等ディスクロージャーの全体を通じた総合的な対応により達成されることを強調するとともに、審査会による10の提言は、企業会計審議会における透明性ある企業会計制度の整備と一体として、ディスクロージャーの適正性の確保と投資家を重視した企業経営（コーポレート・ガバナンス）とを推進させることにより、日本企業の魅力の向上に貢献するものであるとしている。提言された10の具体的施策の概要は以下のとおりである²⁾。

①投資家と発行体を正しく結ぶ会計士監査

- (i)監査の難度に対応した監査手法の高度化： 企業の内部監査体制を審査し、審査結果に対応した監査手法を選択する等。
- (ii)監査役監査・内部監査との相互補完： 会計士と監査役等の連携ガイドラインの整備や協議機関の設置などを検討する。
- (iii)ベンチャー企業の資金調達への貢献： 市場で資金調達を行うベンチャー企業等の会計処理及びディスクロージャーの整備のため、任意監査やコンサルタント業務により積極的に対応する。

②会計士監査のグローバル化

- (iv)監査のクオリティ・コントロール： ローテーションを含めた人員配置・体制・審査・昇進を具体的に規律する「品質管理基準」を作成し、これに基づく監査の品質管理を行う。
- (v)監査実務指針の体系的整備： 日本公認会計士協会の監査実務指針について、諸外国と遜色のない体系的な整備を一層進める。
- (vi)外部の専門家の活用： 会計士のみでは検証しがたい専門領域の監査に関し、コンピューター・エンジニア、年金数理人、税務専門家等を活用する。
- (vii)監査報告書の情報提供の拡充： 監査報告書に、投資判断に際し実質的に有用な情報が記載されるよう、(イ)発行体の存続に重要な影響を与える事象について情報提供を進める、(ロ)実施した監査の手続を一層詳しく記載する、ことなどを検討する。

③会計士協会の指導監督機能

- (viii)監査の事後的審査： 日本公認会計士協会により監査の事後的審査制度の具体

化を進める。

- (ix) 継続的専門教育の実施：日本公認会計士協会は、会計士資格取得後の継続的な専門教育を早急に実施する。
- (x) 会計士界の活動のオープンな議論：投資家等の疑問に答えるホーム・ページの設置や監査実務指針を作成する過程の議事録の公表などを行う。

また、この提言においては、こうした早急に充実を図るべき具体的施策の提言に加えて、中長期的な検討課題として、社外監査役や監査役会の取組みに対する会計士監査の貢献の在り方、監査法人制度の在り方、公認会計士試験の在り方の3点が挙げられ、これらについては引き続き審議を行うとされた。

以上のように、公認会計士監査の充実に関しては、公認会計士審査会から具体的施策が提言されたことに加えて、平成9年6月13日の証券取引審議会の最終報告書においても、会計基準等の整備に対応して開示内容の適正性を担保する観点から、コーポレート・ガバナンスの向上に向けて公認会計士監査の充実・強化が進められる必要があり、日本公認会計士協会等における具体的施策の実施が求められるとの指摘がなされた³⁾。また、同最終報告書の同日に大蔵省から公表された「金融システム改革のプラン～改革の早期実現に向けて～」においても、監査の事後的審査の実施等国際的に遜色のない水準の監査実務、監査体制の整備など会計士監査の充実を、公認会計士審査会の提言に基づき早急に実施する旨が盛り込まれた。このように、公認会計士監査の充実・強化は、金融システム改革の一環として位置付けられながら取組みが進められていった。

(2) 公認会計士監査制度の一層の充実・強化に向けた検討

「[会計士監査の充実に向けての提言]～市場機能の有効な発揮のためのディスクロージャーの適正性の確保～」の公認会計士審査会の取りまとめの後、金融システム改革や会計基準の抜本的改革が実施されたことにより、公認会計士監査の一層の充実が不可欠となった。さらに、破綻した企業の中には、直前の決算において公認会計士の適正意見が付されていたにもかかわらず、破綻後には大幅な債務超過となる企業等があったことから、公認会計士監査は果たして有効に機能していたのかといった厳しい指摘や批判も見られた。加えて、公認会計士の責任の範囲を明確にする等のため、監査の手続や手法の見直しが必要になるとの見方もあった。⁴⁾

このため、公認会計士審査会は、公認会計士審査会委員及び企業会計審議会委員を中心とする「会計士監査に関するワーキング・グループ」を発足させ、平成11年4月以降、公認会計士監査の在り方について幅広い検討を行い、同年7月2日に「会計士

監査の在り方についての主要な論点⁵⁾を公表した。この「主要な論点」では六つの論点とその考え方が示された。まず、①「開示及び監査の内容の充実」として、企業の継続能力に関する情報開示及び監査基準の整備が必要であるとの意見や、公認会計士がより実態を踏まえた監査意見を述べることを監査基準等において明示すべきであるとの意見があったとの指摘がなされた。次に、②「監査の体制及び手続きの充実」については、監査の人数・日数などの監査の規模の拡充、監査役との一層の連携強化、他の専門家の活用等について必要に応じて速やかに改善策を検討していく必要があるとされたほか、監査報告書の記載事項等についてもその見直しを行う必要があるとされた。この他、③「監査法人制度の改善」（監査法人及びその社員の責任の在り方）、④「社会に対する説明」（日本公認会計士協会による監査法人に対する監査である「品質管理レビュー」の結果の開示等）、⑤「公認会計士の質及び数の充実」（試験制度や研修制度の一層の改善）、⑥「日本公認会計士協会の役割」（自主規制機関として速やかに積極的に取り組む必要性）について指摘がなされた。

これらの論点については、各論点の内容に関係の深い企業会計審議会、公認会計士審査会等がそれぞれ具体的・専門的な検討を進めていくこととされた⁶⁾。このうち公認会計士監査の制度に関する論点については、公認会計士審査会の下に設置された「監査制度小委員会」において、現行制度の問題点等とその改善措置等について幅広い審議が重ねられ、平成12年6月29日に報告書「「監査制度を巡る問題点と改革の方向」～公認会計士監査の信頼の向上に向けて～」⁷⁾が取りまとめられた。同報告書では三つの論点とそれに対応する具体的な措置についての検討が示されている。まず、①「適正・公正な監査の確保」に向けた措置として、独立性確保の在り方（公認会計士協会による規則の整備や監視機能の強化等）、同一監査人による継続的監査及び公認会計士単独による監査に係る問題（監査法人内の関与社員の交替ルールの強化等）、監査証明業務に対する内部管理・審査及び外部審査体制の在り方（品質管理レビュー制度の充実・強化等）、行政による公認会計士及び監査法人の処分の在り方（業務改善命令の導入等）、自主規制機関としての公認会計士協会の在り方（自主規制機関による処分の透明性の確保等）等について検討が行われた。次に、②「公認会計士の質の向上」に向けた措置として、継続的専門研修制度の在り方（履修の義務付け、内容の充実等）、公認会計士の登録制度の在り方（資格登録の更新制の導入等）、及び公認会計士協会への強制入会制度の在り方（強制入会制度の維持等）について検討が加えられた。最後に、③「環境の変化に適合した監査法人制度及び業務範囲等のあり方」として、監査法人制度の在り方（監査法人の社員の有限責任制の導入等）、業務範囲の在り方（非監査証明業務の範囲と監査証明業務の独立性の確保等）、公認会計士法の目的規定等の要否等（公認会計士法の「目的」ないし公認会計士の「使命・職責」の法定化）についての検討の方向性が示された。

また、前述の「会計士監査の在り方についての主要な論点」において論点の一つとして「公認会計士の質及び数の充実」が掲げられたことを受け、公認会計士審査会に「試験制度に関する検討小グループ」が設置され、同小グループにおいて「現行試験制度全般にわたる問題整理」が行われ、平成12年6月29日に「公認会計士試験制度のあり方に関する論点整理」⁸⁾が公表されるに至った。同論点整理においては、公認会計士数の大幅な増加が必要であるとの認識の下、質の充実を図りつつ公認会計士の人数を増加させるための方策として、試験制度の見直し等を通じて社会人等の多様な人材を含む受験者の大幅な増加を図ることが必要であるとの基本的な考え方が示された。そのうえで、公認会計士試験制度の在り方について、第1次試験、第2次試験、インターン制度（実務補習、業務補助等）、第3次試験のそれぞれに関する具体的な論点と、試験実施の在り方に関する検討課題（試験問題の出題内容及び範囲等）に関する具体的な論点が整理された。

（3） 監査基準等の整備

平成9年6月6日の「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」において、連結ベースのディスクロージャーへの転換の一環として導入される中間連結財務諸表及び連結キャッシュ・フロー計算書について、公認会計士等による監査の対象とすることが提言されたことから、監査基準等の審議を行うこととされた企業会計審議会第二部会において、同年11月以降、中間連結財務諸表の監査基準の設定等について審議が行われた。

中間連結財務諸表の監査基準の設定に際しては、それまでの「中間財務諸表監査基準」についても改めて見直しを行い、中間連結財務諸表と中間財務諸表に係る監査基準を合わせたものとして「中間監査基準の設定に関する意見書」⁹⁾を公表することとなった。同意見書は、平成10年3月13日の公開草案の公表を経て同年6月16日に公表された。同意見書では、中間監査について、年度監査と同じく財務諸表の信頼性を担保する監査であるものの、事務負担や年度決算の監査との関係等を考慮し、合理的な範囲で監査手続の一部を省略できることとするとされた。その結果、中間監査は、年度監査と同程度の信頼性を担保するものではなく、中間財務諸表及び中間連結財務諸表に基づく投資者の判断を損なわない程度の信頼性を担保するものとして位置付けるとされた。¹⁰⁾

また同様に、新たに導入される連結キャッシュ・フロー計算書の監査についても同部会において審議が行われた。その結果、監査人は連結キャッシュ・フロー計算書（又はキャッシュ・フロー計算書）が企業集団（又は企業）のキャッシュ・フローの状況を適正に表示しているかどうかについても意見を表明しなければならないとする公開草案が平成10年3月13日に公表され、そのうえで同年6月16日に「監査基準、監査

実施準則及び監査報告準則の改訂に関する意見書¹¹⁾として公表された。

これらを踏まえ、平成11年3月に「財務諸表等の監査証明に関する省令」の改正省令が公布され、同年4月に施行された。この適用は、監査対象となる各種財務諸表への新制度の適用時期と同時期であった。

その後企業会計審議会は、「会計士監査の在り方についての主要な論点」（本節4(2)参照）を受けて平成11年10月22日に開催された総会において「監査基準等の一層の充実」を審議事項とすることを決定し、同年12月以降、第二部会において審議を重ね、平成12年6月9日に中間的な取りまとめとして「監査基準等の一層の充実に関する論点整理¹²⁾」を公表し、広く各界から意見を求めた。同論点整理においては、以下に示す概略のとおり、検討すべき論点及びその考え方が示された。

まず、①「総論」において、「監査基準等のあり方」、「監査の目的」及び「監査の役割」について取り上げられた。このうち「監査の役割」においては、不正・違法行為を発見する監査の役割について、これらの行為を発見する監査の姿勢をより重視していくことを監査基準等に明記することが適当であるとされた。また、同じく「監査の役割」で、企業の継続性、いわゆるゴーイング・コンサーンの問題について、監査基準等において何らかの方向性を示す必要があるとされたほか、ゴーイング・コンサーンの問題を監査上の問題として取り扱う場合に必要な制度的な手当（財務諸表の注記事項とする等）や監査人の対応（監査人による補足的説明や監査人自身の判断の在り方）について検討する必要があるとされた。次に、②「一般基準」では、監査人の能力や独立性、注意義務等に関する検討事項等が挙げられた。続く③「実施基準・監査実施準則」では、リスク・アプローチに基づく監査計画の策定や監査手法の選択に関する考え方が示されたほか、監査証拠と監査手続、監査要点、監査の質の向上と管理、経営者確認書、不正・違法行為を発見した場合の監査人の対処等についての論点が整理された。最後に、④「報告基準・監査報告準則」において、監査報告書の情報提供機能を充実させる観点から、その記載内容等について見直すべきであるとの指摘がなされた。¹³⁾

〔注〕

- 1) 公認会計士審査会「『会計士監査の充実に向けての提言』～市場機能の有効な発揮のためのディスクロージャーの適正性の確保～」(平成9年4月24日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kounin/tosin/1a1001.htm。
- 2) 10の具体的施策の提言の概要は、公認会計士審査会「『会計士監査の充実に向けての10の具体的施策の提言』(概要)」(平成9年4月24日) (金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kounin/tosin/1a1001f5.htm) による。
- 3) 証券取引審議会「『証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～』(平成9年6月13日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosi

n/1a505.htm。

- 4) 大蔵省「会計士監査の在り方についての主要な論点」(平成11年7月2日新聞発表) 金融庁ウェブ・ページ <https://www.fsa.go.jp/cpaob/kako/kounin/tosin/1a1002.htm>。
- 5) 大蔵省「会計士監査の在り方についての主要な論点」(平成11年7月2日新聞発表) 金融庁ウェブ・ページ <https://www.fsa.go.jp/cpaob/kako/kounin/tosin/1a1002.htm>。
- 6) 公認会計士審査会監査制度小委員会「「監査制度を巡る問題点と改革の方向」～公認会計士監査の信頼の向上に向けて～」(平成12年6月29日) 金融庁ウェブ・ページ <https://www.fsa.go.jp/cpaob/kako/kaikeisi/1a1001f6a.htm>。
- 7) 公認会計士審査会監査制度小委員会「「監査制度を巡る問題点と改革の方向」～公認会計士監査の信頼の向上に向けて～」(平成12年6月29日) 金融庁ウェブ・ページ <https://www.fsa.go.jp/cpaob/kako/kaikeisi/1a1001f6a.htm>。
- 8) 公認会計士審査会試験制度に関する検討小グループ「公認会計士試験制度のあり方に関する論点整理」(平成12年6月29日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/kaikeisi/1a1001f7.htm。
- 9) 企業会計審議会「中間監査基準の設定に関する意見書」(平成10年6月16日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a911a2.htm。
- 10) 企業会計審議会「中間監査基準の設定に関する意見書」(平成10年6月16日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a911a2.htm。「「中間監査基準の設定に関する意見書」等の概要」金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a911b.htm。
- 11) 企業会計審議会「監査基準、監査実施準則及び監査報告準則の改訂に関する意見書」(平成10年6月16日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a912a2.htm。
- 12) 企業会計審議会「監査基準等の一層の充実に関する論点整理」(平成12年6月9日) 金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikei/tosin/1a926b.htm。
- 13) 企業会計審議会は、金融庁に移管された後も監査基準の改訂についての審議を継続し、平成13年6月22日に公開草案を経た「監査基準の改訂に関する意見書」を平成14年1月25日に取りまとめ公表した(企業会計審議会「企業会計審議会第二部会の意見書の公表について」(平成14年1月25日) 金融庁ウェブ・ページ <https://www.fsa.go.jp/singi/singikigyou/tosin/f20020125-1.html>)。

第8節 証券市場行政に係る国際協調

平成9年11月2～7日の第22回IOSCO年次総会（於台北）において、専門委員会の活動状況、西暦2000年問題、自主規制・監督機関の機能等について議論された¹⁾。なお、西暦2000年問題については、この総会後にバーゼル銀行監督委員会、IOSCO、保険監督者国際機構との共同声明が発表された²⁾。

平成10年9月12～18日に開催された第23回IOSCO年次総会（於ナイロビ）では、「証券規制の目的及び原則」、「多国籍発行体によるクロスボーダーの募集及び上場を促進するためのディスクロージャー基準」が採択され、インターネット上の証券業務に関する報告書の公表がなされた。このうち「証券規制の目的及び原則」（「IOSCO原則」と呼ばれる。）については、「投資家保護」、「市場の公正性、効率性、透明性の確保」、「システミックリスクの防止」という三つの証券規制の目的に基づく30の証券規制の原則が提示されている。これらの原則は、政府当局の規制、自主規制、法務執行、内外の他の規制当局との協力、証券の発行者、投資信託、市場仲介者及び流通市場等の、証券規制制度上の中核となるトピックスをカバーする部門に分類されていた。なお、同総会において、平成10年6月22日に発足した日本の金融監督庁が準会員として承認された³⁾。

このIOSCO原則については、平成11年3月にその実施と履行の必要性からタスク・フォース（後の委員会）が設置され、同年5月22～28日の第24回IOSCO年次総会（於リスボン）において、同原則に関して各メンバーの自己評価によるサーベイを行っていくこととされた⁴⁾。この後、日本では、平成12年7月1日に金融庁が発足し、その発足と同時にそれまでの金融監督庁の準会員、大蔵省の普通会員としての加盟地位が承継され、普通会員として日本からのメンバーとなった⁵⁾。

〔注〕

- 1) 「最近の証券市場」『証券業報』平成9年11月号7ページ。証券監督者国際機構（IOSCO）ウェブ・ページ <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS53.pdf>。
- 2) 『金融』平成9年12月号55-56ページ。
- 3) 「証券監督者国際機構（IOSCO）第23回年次総会について」『証券業報』平成10年11月号68-75ページ。
- 4) 『金融監督庁の1年（平成10事務年度版）』、『金融監督庁の1年（平成11事務年度版）』。証券監督者国際機構（IOSCO）ウェブ・ページ https://www.iosco.org/events/?subsection=annual_conferences。
- 5) 『金融庁の1年（平成12事務年度版）』。

第9節 証券関係税制

1 金融システム改革と金融関係税制

フリー、フェア、グローバルの3原則の下で進められた金融システム改革という新しい流れの中で、金融関係税制についても時機を失することなく対応していくことが求められた。政府税制調査会は、各年度の税制改正について答申をまとめるとともに、平成9年1月24日、「経済社会の構造変化に税制はいかに対応するのか」といった観点からそれまでの議論を整理した「これからの税制を考える—経済社会の構造変化に臨んで—」を取りまとめた。また、同年5月、それまで政府税制調査会が審議を行ってきた金融関係税制の在り方について専門的・技術的な検討を行うことを目的として、政府税制調査会に金融課税小委員会が設置された。同年12月3日には、この金融課税小委員会において、それまで行われてきた金融関係税制の在り方についての審議結果の中間報告として「金融システム改革と金融関係税制—金融課税小委員会中間報告書—」が取りまとめられた。これらを受け、証券市場の構造改革をはじめとする金融システム改革の進展に対応し、有価証券取引税や取引所税の廃止、株式等譲渡益課税の適正化、会社型投信・私募投信の導入への対応等が行われた。¹⁾

(1) 有価証券取引税及び取引所税の適正化

平成9年12月3日の金融課税小委員会の中間報告において、平成10年度税制改正において早急に検討すべき課題として有価証券取引税及び取引所税への対応が挙げられた。その中で、両税の廃止については、金融のグローバル化が進む中で市場が取引コストに対してより敏感になっていることや、現下の市場の動向にかんがみれば思い切って廃止の方向を示すべきであるとの意見がある一方で、金融のグローバル化に伴い所得の捕捉が困難になっていく中ではむしろ税体系及び税収面から両税には一定の意義が認められるところであり、税率の水準次第では取引への影響が少ないことから廃止は適当ではないとの意見もあるとされ、その後の税制改正の審議において経済・財政事情等を総合的に勘案したうえで成案がまとめられることを期待する、とされた。²⁾

平成10年度税制改正³⁾においては、金融システム改革を推進し、金融・資本市場の活性化を図るという政策的観点、金融のグローバル化に伴う金融取引の国外へのシフトの可能性の増大といった状況や金融・証券税制全体の中での両税の役割等を総合的に勘案し、有価証券取引税及び取引所税の税率が半分の水準に引き下げられた。さらに、「平成10年度税制改正の要綱」(平成10年1月9日閣議決定。)において、「有価証券

取引税及び取引所税については、平成11年末までに、金融システム改革の進展状況、市場の動向等を勘案して見直し、株式等譲渡益課税の適正化とあわせて廃止する」旨が明記された。⁴⁾

その後、長期低迷する株式市場の状況を背景に両税の早期の廃止を求める意見があることを踏まえ、平成11年度の税制改正において、厳しい経済情勢、金融情勢の変化等を総合的に勘案し、有価証券取引税及び取引所税は平成11年3月31日に廃止された。⁵⁾

(2) 株式等譲渡益課税の適正化

株式等譲渡益課税については、原則課税化される際に、当面の措置として、申告分離課税を原則としつつ源泉分離課税の選択（源泉分離選択課税方式）が認められた。以後、株式等譲渡益課税の適正化については、納税者番号制度の導入や有価証券取引税の見直しといったものとの関連を含めて検討がなされてきた（第1章第9節、第2章第7節参照）。

先述の金融課税小委員会の中間報告は、源泉分離選択課税方式が認められていることに関して、株式のキャピタル・ゲインの一部が課税されていない点等を指摘し、申告分離課税に一本化することが株式等譲渡益課税の適正化の方向であるとの考えを示す一方で、低迷する証券市場の状況や金融システム改革の進展状況に政策的に配慮する必要があることからすれば、直ちに源泉分離課税を廃止することは適当でないとの意見があることも示した⁶⁾。さらに前述のとおり、「平成10年度税制改正の要綱」においては有価証券取引税及び取引所税と併せて平成11年末までにその適正化を行うこととされた⁷⁾。

これらを受けて、平成10年度税制改正においては、平成8年度税制改正で時限的に措置された源泉分離選択課税制度のみなし譲渡利益率（5.25%）の特例の適用期限が2年間（平成12年3月31日まで）延長され、その後の平成11年度税制改正において、さらにその適用を平成13年3月31日まで⁸⁾とする経過措置を講じたうえで源泉分離選択課税制度を廃止することとされた⁹⁾。

(3) 会社型投資信託・私募投資信託の導入に係る税制措置

平成10年12月1日に施行された金融システム改革法による租税特別措置法等の改正によって、金融システム改革によって新たに導入された会社型投信（証券投資法人）及び私募投信について税制上の所要の整備がなされた。証券投資法人については、同法人が所得金額の90%以上を配当している等の要件を満たす場合には所得金額を限度として支払配当を損金算入する、同法人が国内において支払を受ける一定の利子等又は配当等については所得税の源泉徴収を行わない等の所要の措置が講じられた。また、

私募投信については、収益の分配については総合課税（税率20%の源泉徴収）の対象とし、またその受益証券の譲渡による所得については株式と同様に株式等譲渡益課税の対象とするなど、その商品性に応じた課税が行われた。¹⁰⁾

（４） その他の事項

①民間国外債の利子等の非課税措置等

民間国外債の利子等の非課税措置（第1章第9節4参照）については、昭和60年度税制改正での導入以来2年ごとに制度の延長が行われてきた。しかし、平成10年4月1日施行の外為法の改正に伴い外国為替業務に対する規制が大幅に緩和されることから、現行税制の依拠する基盤が大きく変更されることとなり、本非課税制度においても、利子の受領者が非居住者であることを確保する等の手続を税制に導入することが必要であると考えられた。このため、平成9年度税制改正では、いわゆる本人確認のための具体的仕組みを導入する検討を見据えて、民間国外債の利子等の非課税措置は1年間（平成10年3月31日まで）延長することとされた。¹¹⁾

この改正外為法が施行されることに伴って内外の資金移動が活発化すると予想されることに対応し、金融課税小委員会において租税回避行為の把握や防止に資する制度の検討が行われた。こうした検討を踏まえて法制化がなされ、平成9年12月5日には「内国税の適正な課税の確保を図るための国外送金等に係る調書の提出等に関する法律」（平成9年法律第110号）が公布されて国外送金等に係る資料情報制度が整備されるとともに、「租税特別措置法の一部を改正する法律」（平成9年法律第108号）が公布されて民間国外債の利子非課税措置に係る本人確認制度の整備がなされた。なお、民間国外債の利子等の非課税措置については、同租税特別措置法の改正において適用期間を2年間（平成12年3月31日まで）延長する等の措置がなされた（その後の平成12年度税制改正において、さらに2年間の延長がなされた。）¹²⁾

また、平成11年度税制改正においては、いわゆる「円の国際化」に資する税制上の措置として、非居住者・外国法人の受け取る一括登録国債の利子に関して、国債振替決済制度の寄託口座に寄託を行う際に本人確認書類を提示し申告書を提出すること等を要件として、当該国債が一括登録を受けている期間に対応する部分についてその利子に対する所得税を課さないこととし、源泉徴収を免除するとの措置が講じられたほか、一括登録された短期国債及び政府短期証券の償還差益については、所得税の源泉徴収を免除する等の措置が講じられ、これらに伴う本人確認、支払調書の制度等の所要の整備が行われた。¹³⁾

②ストック・オプションの一般的導入に係る税制措置

平成9年5月21日公布の改正商法によりそれまで新規事業法等の認定会社におい

てのみ認められていたストック・オプションの付与が一般的に認められることとなった（本章第4節1（3）参照）。これに伴い、平成10年度税制改正において、新規事業法等の認定会社において付与されるストック・オプションにそれまで認められていた課税繰延べ等を、商法に基づく一般的なストック・オプションにも認める措置が講じられた（併せて、年間行使価額総額の制限の引上げ等が行われた。）。これにより、一般化されたストック・オプションについて、取締役等がストック・オプションを行使して自己株式を取得したときに生じる経済的利益には一定の要件の下で所得税が課されず、当該株式を譲渡し利益が実現した時点まで課税が繰り延べられるとともに、株式を譲渡した時に株式等譲渡益の課税（申告分離課税）がなされることとなった。¹⁴⁾

③特定目的会社制度の創設に係る税制措置

平成10年9月1日に施行された金融システム改革関連法の一つであるSPC整備法により租税特別措置法等の改正がなされ、特定目的会社制度の創設に係る税制上の所要の整備がなされた。具体的には、特定目的会社が支払う利益の配当（支払配当）については一定の要件の下で損金に算入することが認められた¹⁵⁾ほか、特定目的会社が一定の要件を満たす不動産の取得を行った場合について登録免許税及び不動産取得税の軽減が認められる等の措置が実施された。¹⁶⁾

④銀行持株会社の創設に係る税制措置

平成9年12月12日公布の銀行持株会社創設特例法等による銀行持株会社の創設が円滑に行い得るよう、平成10年度税制改正において、(i)消滅銀行の株主が現物出資した株式について一定の要件の下に取得価額の引継ぎを認めるほか、有価証券取引税を非課税とする、(ii)合併により存続銀行が受ける不動産の所有権等の移転登記の登録免許税を軽減する、等の所要の税制上の措置が講じられた。¹⁷⁾

〔注〕

- 1) 『改正税法のすべて』（平成10年、大蔵財務協会）7-8ページ。政府税制調査会「これからの税制を考える—経済社会の構造変化に臨んで—」（平成9年1月24日）国立国会図書館ウェブ・ページ <http://warp.da.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/11117501/www.cao.go.jp/zeicho/to sin/09top.html>。政府税制調査会「金融システム改革と金融関係税制—金融課税小委員会中間報告書—」（平成9年12月3日）『金融』平成10年1月号 33-50ページ。
- 2) 政府税制調査会「金融システム改革と金融関係税制—金融課税小委員会中間報告書—」（平成9年12月3日）『金融』平成10年1月号 33-50ページ。
- 3) なお、CP等に係る有価証券取引税の非課税措置（第2章第7節参照）について、平成7年度税制改正においてその適用期間が延長されていたところ、平成9年度税制改正におい

- て、引き続き短期金融市場の育成に配慮する必要があることから、その適用期間が2年間（平成11年3月31日まで）延長された。
- 4) 『改正税法のすべて』（平成9年、大蔵財務協会）245-246ページ。『改正税法のすべて』（平成10年、大蔵財務協会）549-551ページ。「平成10年度税制改正の要綱」財務省ウェブ・ページ http://www.mof.go.jp/tax_policy/tax_reform/trend/sy001a2.htm。
 - 5) 『改正税法のすべて』（平成11年、大蔵財務協会）413-424ページ。「平成11年度税制改正の要綱」財務省ウェブ・ページ http://www.mof.go.jp/tax_policy/tax_reform/outline/fy1999/youkou1.htm。
 - 6) 政府税制調査会「金融システム改革と金融関係税制—金融課税小委員会中間報告書—」（平成9年12月3日）『金融』平成10年1月号 33-50ページ。
 - 7) 「平成10年度税制改正の要綱」財務省ウェブ・ページ http://www.mof.go.jp/tax_policy/tax_reform/trend/sy002a1.htm。
 - 8) 平成13年度税制改正では、当時の経済情勢、株式市場の動向等を踏まえ、源泉分離課税方式の申告分離課税方式への一本化は2年間延期されることとなった（『平成20年度総合評価書（金融システム改革（日本版ビッグバン））』（平成20年8月）金融庁ウェブ・ページ https://www.fsa.go.jp/seisaku/20_s_hyouka.pdf）。
 - 9) 『改正税法のすべて』（平成10年、大蔵財務協会）549-551ページ。『改正税法のすべて』（平成11年、大蔵財務協会）141-142ページ。
 - 10) 「平成10年度税制改正における金融関係税制の改正について」『ファイナンス』平成10年4月号 92-95ページ。『改正税法のすべて』（平成10年、大蔵財務協会）164-177ページ、469-473ページ。『改正税法のすべて』（平成11年、大蔵財務協会）198-232ページ。
 - 11) 『証券年報 平成9年版』66-67ページ。
 - 12) 政府税制調査会「金融システム改革と金融関係税制—金融課税小委員会中間報告書—」（平成9年12月3日）『金融』平成10年1月号 33-50ページ。『改正税法のすべて』（平成10年、大蔵財務協会）246-258ページ、493-506ページ。『改正税法のすべて』（平成12年、大蔵財務協会）352-354ページ。
 - 13) 『改正税法のすべて』（平成11年、大蔵財務協会）341-355ページ。「平成11年度税制改正について」『ファイナンス』平成11年2月号 7-15ページ。
 - 14) 『改正税法のすべて』（平成10年、大蔵財務協会）140ページ、143-158ページ。「平成10年度税制改正による新しいストック・オプション税制の概要〔上〕」『旬刊 商事法務』平成10年6月25日号 11-19ページ。
 - 15) これに伴い、当該特定目的会社が受け取る配当（受取配当）についても益金に算入されることとなった。また、特定目的会社から配当を受け取った法人はその配当を益金に算入することとされ、特定目的会社から居住者が受け取った配当には配当控除を適用しないこととされた。
 - 16) 『改正税法のすべて』（平成10年、大蔵財務協会）160-164ページ、464-469ページ、543-544ページ、633ページ。『改正税法のすべて』（平成11年、大蔵財務協会）198-232ページ。「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律及びその関係法律の整備法について」『ファイナンス』平成10年7月号 14-20ページ。
 - 17) 「平成10年度税制改正における金融関係税制の改正について」『ファイナンス』平成10年4月号 92-95ページ。『改正税法のすべて』（平成10年、大蔵財務協会）140-141ページ、158-160ページ、457-464ページ、520-521ページ、552ページ。

2 集団投資スキームの整備を受けた税制改正

先述（本章第5節2）のとおり、SPC法や「投資信託及び投資法人に関する法律」が平成12年に改正（改正法は平成12年5月31日公布、同年11月30日施行。本章第5節2（3）参照）された。これらの改正に伴い、租税特別措置法等も改正され所要の税制上の措置が講じられた。

具体的には、会社型スキーム¹⁾である特定目的会社、投資法人について、①その支払配当の損金算入を引き続き認める、②一定の要件を満たす特定目的会社及び投資法人が国内において支払を受ける一定の利子等又は配当等については、所得税の源泉徴収等を行わない、③新たに発行することができることとされた、特定目的会社による転換特定社債及び新優先出資引受権付特定社債は株式等譲渡益課税の対象とする、④投資法人が発行する投資法人債については、公社債として、その利子は20%の税率（地方税5%を含む。）による源泉分離課税とし、その譲渡益は非課税とする等の措置が講じられた。また、信託型スキームである特定目的信託制度、投資信託制度の整備に際し、①一定の要件を満たす特定目的信託及び投資信託が国内において支払を受ける一定の利子等又は配当等については、所得税の源泉徴収等を行わない、②分配可能所得の90%超を分配する等の一定の要件を満たす特定目的信託、投資信託の収益の分配については、その所得の金額の計算上損金算入を認める、③特定目的信託、投資信託に係る収益の分配及び受益証券については、その受益権の内容に応じた課税を行う等の措置が講じられた。²⁾

〔注〕

- 1) 集団投資スキームについては、本章第5節2を参照されたい。
- 2) 「平成12年度税制改正の要綱」財務省ウェブ・ページ http://www.mof.go.jp/tax_policy/tax_reform/outline/fy2000/zei003a.htm。『改正税法のすべて』（平成12年、大蔵財務協会）115-157ページ、316-351ページ。

3 その他

（1）エンジェル税制の創設

平成9年5月9日の「中小企業の創造的事業活動の促進に関する臨時措置法の一部を改正する法律」（平成9年法律第46号）の公布に先立ち、投資リスクの高い創業期のベンチャー企業に対する個人投資家による資金供給を税制面から支援する観点から、平成9年度税制改正においていわゆるエンジェル税制が創設された。これは、同法に規定する「特定中小企業」が発行する株式を払込みにより取得した個人（同族株主等

を除く。)が、取得から上場等までの間に行った当該株式の譲渡によって損失が生じた場合¹⁾、その損失を当該年中の他の株式等の譲渡益から控除してもなお控除しきれない金額があるときには、一定の要件の下で、その翌年以後3年以内の各年分の株式等に係る譲渡所得等の金額からの繰延控除を認めるというものであった。²⁾

その後、平成11年12月3日に「中小企業基本法等の一部を改正する法律」(平成11年法律第146号)が公布され、エンジェル税制の対象となる「特定中小企業者」の範囲が拡大された。さらに、平成12年度税制改正において「特定中小会社の株式の譲渡益に対する課税の特例」が創設され、特定中小会社の株式等について、従来の譲渡損失が生じた場合(投資に失敗した場合)の税制上の優遇措置に加えて、譲渡益が生じた場合(投資に成功した場合)についても一定の要件の下で税制上の優遇措置³⁾が講じられることとなった。⁴⁾

(2) 金融商品の時価評価導入等に係る税制措置

金融機関経営健全性確保法(第2章第2節2(1)参照)により、平成9年4月1日から銀行、証券会社等が設ける特定取引勘定に属するものとして経理された有価証券等については、会計処理上、時価により期末評価されることとなった。これを受けて、平成9年度税制改正において、法人税法上もこれらの有価証券等を時価により期末評価し課税所得の計算を行うとされた。

また、平成12年度税制改正においては、企業会計における金融商品の時価評価とヘッジ会計の導入(平成12年4月1日以後開始する事業年度から適用される。本章第7節3(2)を参照されたい。)に併せて、法人税における有価証券等の評価方法について時価法を導入する措置が講じられた。⁵⁾

(3) 印紙税の軽減措置等の延長

平成9年度税制改正において、株式分割等に係る印紙税の非課税措置の適用期限が2年延長された。また、平成10年度税制改正において、平成8年度税制改正で時限措置とされたCPに係る印紙税の軽減措置(第2章第7節参照)については、金融機関等が買取り等を行わない方式により作成される約束手形をその適用対象に加えたうえで、その適用期限が2年延長された。⁶⁾

(4) 株式交換及び株式移転の制度の創設への対応

平成11年8月13日公布の改正商法により株式交換⁷⁾及び株式移転の制度が創設された(本章第2節3参照)ことに伴い、企業の組織再編を阻害せず、また、実態に即した課税を行う観点から、平成11年度税制改正において税制上の措置がなされた。具体的には、株式交換及び株式移転が行われた場合において、特定子会社(株式交換及び

株式移転により完全子会社となる法人)の株式の、特定親会社(株式交換及び株式移転により完全親会社となる法人)における受入価額が特定子会社の帳簿価額以下であること等の要件を満たすときは、その株主について、特定子会社株式の帳簿価額の引継ぎによる譲渡益課税の繰延べを認める、等の措置がなされた。⁸⁾

〔注〕

- 1) なお、取得した株式が株式としての価値を失ったことによる損失が生じた場合とされる清算結了等の一定の事実が発生したときについても、その損失の金額とされる一定の金額は、その株式の譲渡をしたことにより生じた損失の金額とされた。
- 2) 『「税制改革」及び平成9年度税制改正について』『ファイナンス』平成9年2月号20-26ページ。『改正税法のすべて』(平成9年、大蔵財務協会)74-86ページ。
- 3) 一定の要件の下で、譲渡による株式等に係る譲渡所得等の金額を2分の1とする優遇措置である。なお、この場合において、公開株式等に係る譲渡所得等に係る課税の特例との重複適用が認められ、結果的にその税負担は通常の場合の4分の1に軽減されることとなった。
- 4) 『改正税法のすべて』(平成12年、大蔵財務協会)4ページ、36-37ページ、47-55ページ。
- 5) 『証券年報 平成9年版』63-66ページ。『改正税法のすべて』(平成12年、大蔵財務協会)7-8ページ、158-202ページ。
- 6) 『証券年報 平成9年版』68-69ページ。『改正税法のすべて』(平成10年、大蔵財務協会)577-579ページ。
- 7) 商法上、株式交換は、一方の会社(100%子会社となる会社：完全子会社)の株主が有するその会社の株式がすべて他方の会社(100%親会社となる会社：完全親会社)に移転し、一方の会社の株主は他方の会社の株式を取得する結果、他方の会社が一方の会社の100%親会社となる関係を創設する組織法上の行為であるとされている(『改正税法のすべて』(平成11年、大蔵財務協会)328-329ページ)。
- 8) 『改正税法のすべて』(平成11年、大蔵財務協会)142-144ページ、328-336ページ。