

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⁾

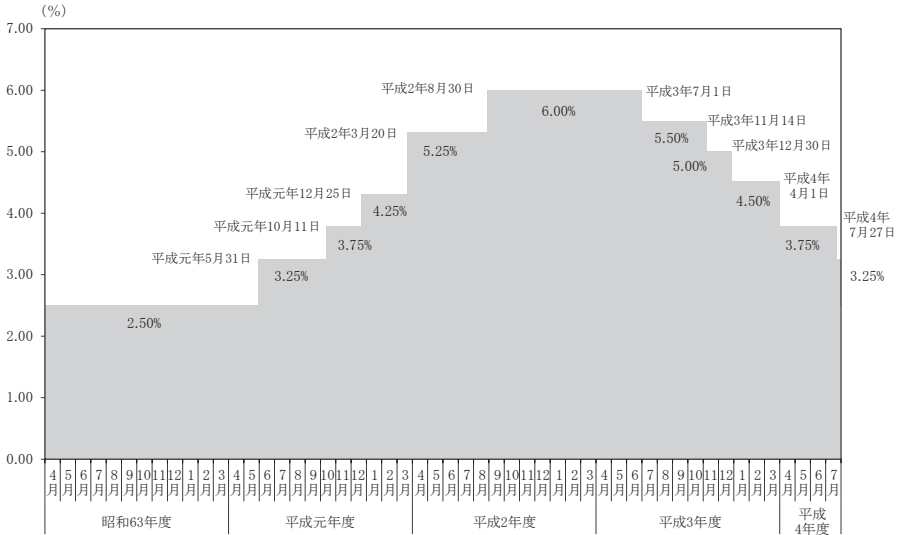
平成2年度の株式市況は、4月2日に年初来の最安値となる2万8002.07円を記録したが、市場関係者間に株価の底入れ感が出たことなどから反発に転じ、さらに円相場等の外部環境の好転もあって、5月中旬からはおおむね3万円台前半で推移した。しかし、7月下旬以降は、金利の上昇等から再び軟調な展開となり、8月2日にイラク軍のクウェート侵攻が伝えられると市況は一段と軟化し、10月1日には取引時間中に一時2万円台を割り込んだ。この間、取引高の増加した先物市場が薄らいとなった現物市場に与える影響への懸念が高まり、東京証券取引所等は8月23日、株価指数先物・オプション取引の委託証拠金率等の引上げ等の措置を発表した。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⁾

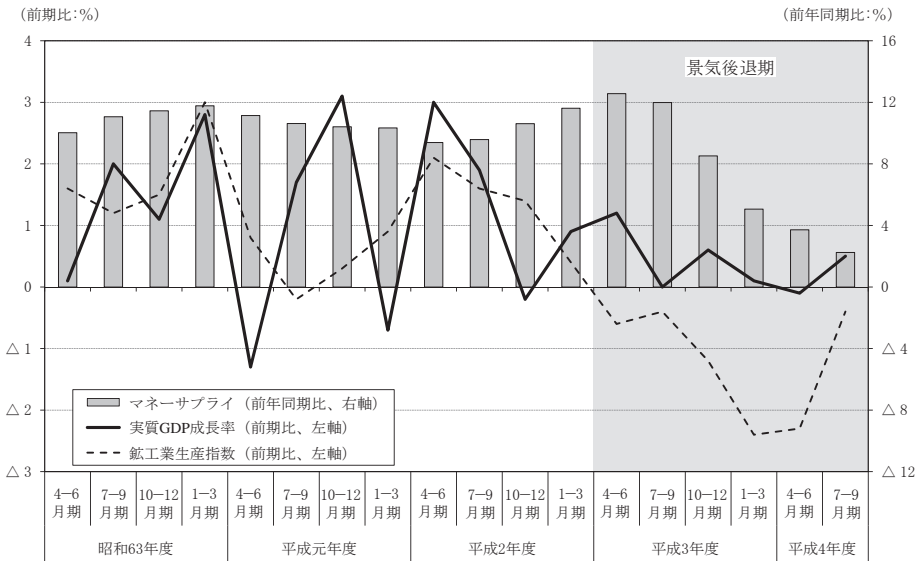
平成4年度に入っても、株式市況は前年度末に続き軟調であったが、投資信託、年金、外国人等からの押し目買い⁵⁾や個人等からの材料株を物色する小口の買いが入って、5月には一時1万8千円台を回復した後、企業業績等に対する不安感から再び軟調となり、6月22日には1万6千円台を割り込んだ。その後も、企業業績の悪化懸念、金融機関の不良債権問題等による先行きに対する不安感から、軟調な展開で推移することとなった。⁶⁾

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⁾

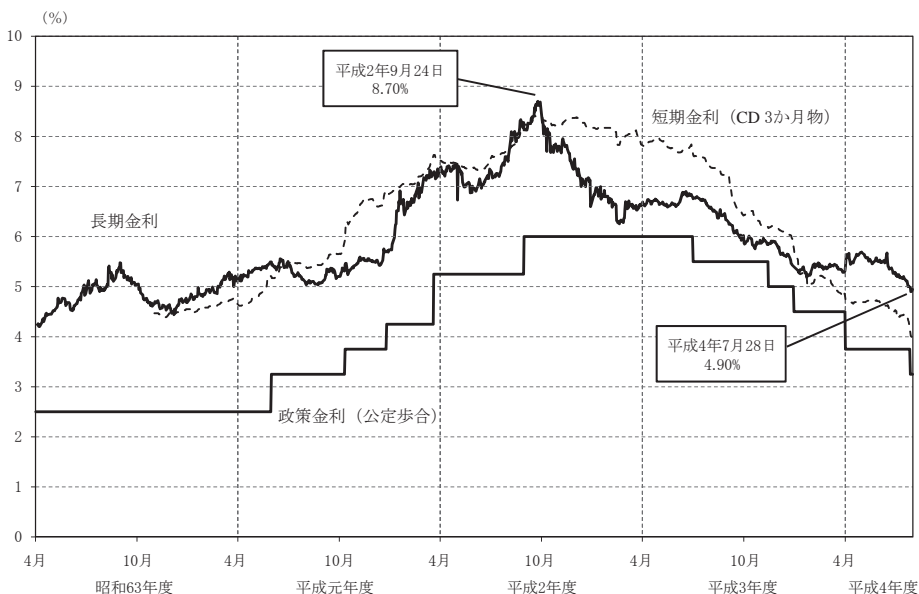
平成2年度の公社債流通市場は、前半は金融政策が引締め基調となる中での短期金利の上昇や原油価格の急騰等から軟調な展開となったが、後半は国内金利の先安期待が高まったこと等から債券相場は好転した。年度当初は前年度からの金融政策の引締め基調を受け一進一退で推移した後、6月以降は短期金利の上昇等に伴い軟調な展開となった。特に8月から9月下旬にかけてはイラク軍のクウェート侵攻による中東情勢の緊迫化から原油価格が急騰して世界的なインフレ懸念が高まったことなどから債券相場は続落商状となった。しかし、10月に入ると、株式市況が回復したことや円相場の上昇を受け、債券相場は上昇基調に転じ、さらに、11月から12月に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てしたものである。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・包括的見直し、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眼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—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」を發出し、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、企業の資金調達をの自由度を確保しつつ、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年程度の間に諸手数料は概ね

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り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正が行われて以来、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と決定し、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年以来、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年以来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。