

## 第2章 平成4年8月～平成8年10月<sup>1)</sup>

### 第1節 証券市場の動向

#### 1 株式市場の動向

##### (1) 流通市場の動向

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

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

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

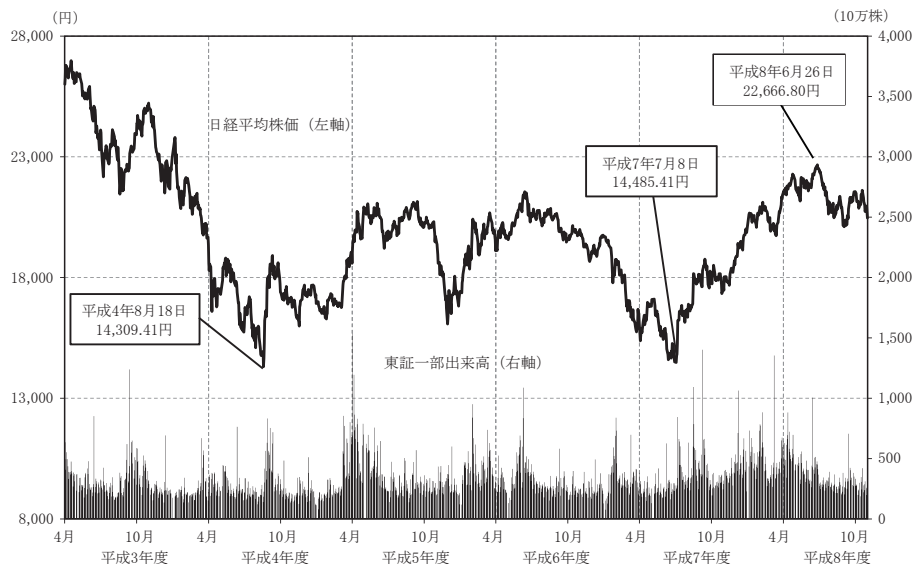
平成6年度の株式市況は、4月の株価は2万円前後で小動きに推移したが、5月に入ると円高懸念の後退や短期金利の低下等を背景に堅調に推移し、5月中旬以降は決算発表による企業業績の回復期待が強まったことから一段高となり、6月13日には2万1552.81円にまで上昇した。6月中旬以降、円相場が1ドル100円を割り込み再び円高が進行したこと等から株価は軟調に推移した後、2万円から2万1千円の間で小動きに推移した。9月に入ると、転換社債の大量発行や中間決算対策に伴う売りが増加するといった需給悪化懸念が広まって株価は軟調に推移し、その後10月末にかけては1万9千円台後半で小動きに推移した。11月に入ると、再び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

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

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

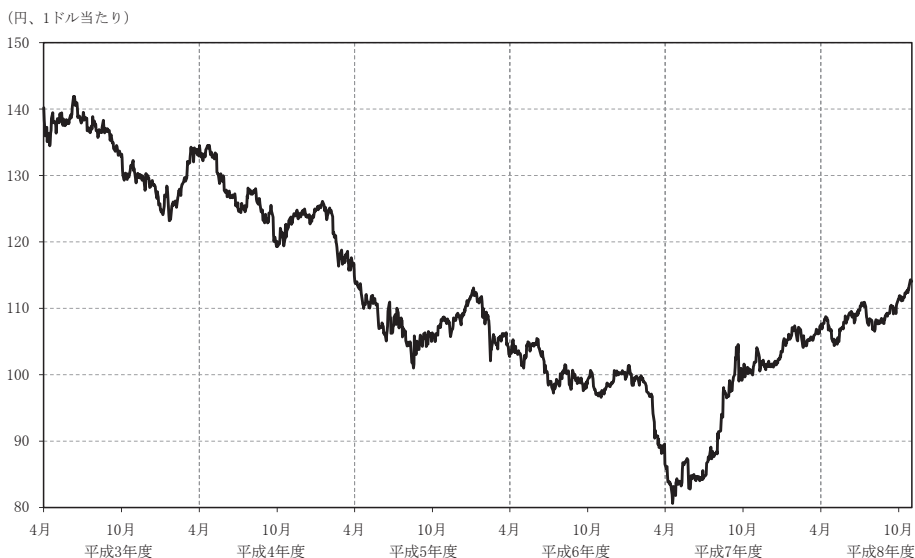
平成8年4月の株式市況は、国内機関投資家からの積極的な買いが入り、株価は2万2千円台を回復した。5月前半には円相場の上昇等を受けて軟調な展開となったが、5月中旬以降、米国のインフレ懸念の後退に加え、日本銀行総裁が金融緩和措置を当面継続することを表明し、金利上昇懸念が後退したこと等を受け回復した後、もみ合いで推移した。6月下旬以降は長期金利の上昇懸念等から下落に転じ、その後もニューヨークの株式相場の急落等を受け軟調に推移し、7月下旬に一時持ち直したものの、8月に入ると景気の先行き不透明感等を背景に株価は再び下落に転じ、8月下旬にはニューヨークの株式相場の下落等を受け、急落することとなった。9月に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

図 5-2-1 日経平均株価、東証一部出来高の推移



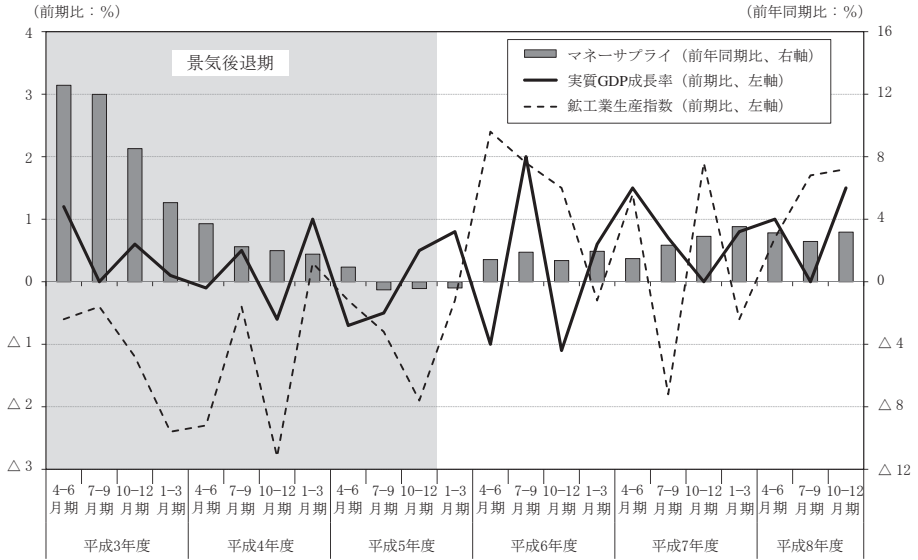
(出所) Bloombergのデータより作成。

図 5-2-2 円の対ドル為替相場の推移



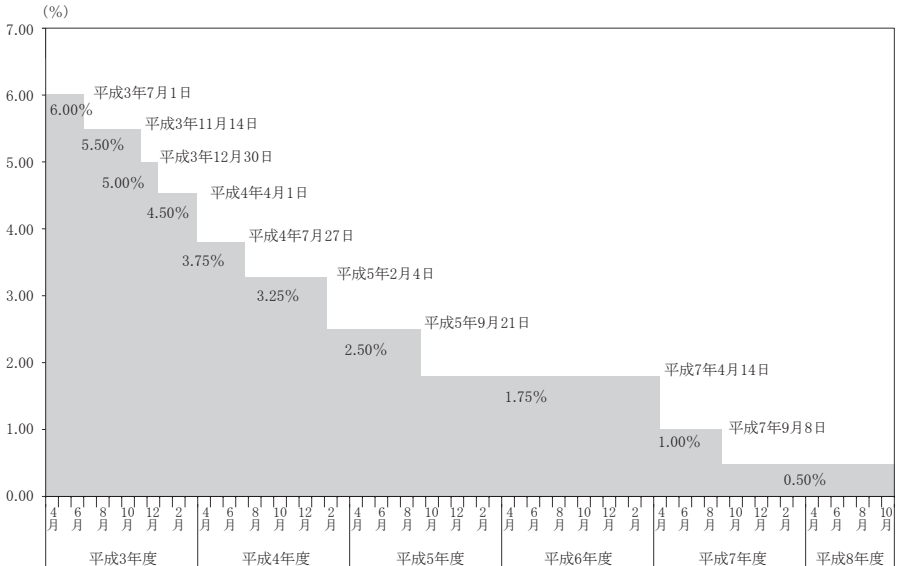
(出所) Bloombergのデータより作成。

図 5-2-3 実質GDP成長率、鉱工業生産指数、マネーサプライの推移



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

図 5-2-4 金融政策の誘導目標(公定歩合)の推移



(出所) 日本銀行「金融市場調整方針に関する公表文」より作成。

## (2) 発行市場の動向

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

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

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

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

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

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

(単位: 億円)

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

(注) 「株式」は中間発行増資、第三者割当増資及び額面割当増資を含む。

(出所) 『証券年報 平成9年版』13ページ。

## 〔注〕

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

9年版』23ページ、132ページによる。

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

## 2 公社債市場の動向

### (1) 流通市場の動向

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

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

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

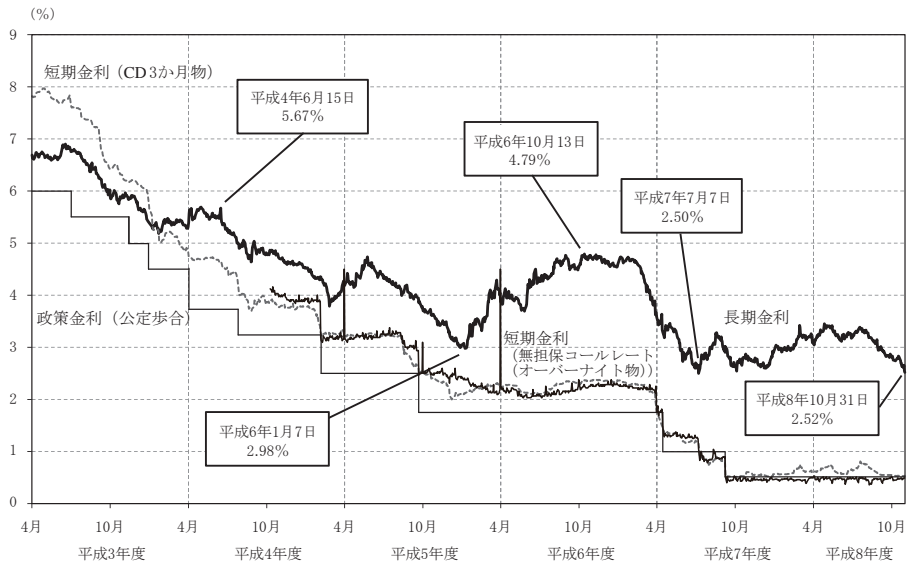


安定等を背景に緩やかな上昇基調となり、平成6年末には長期金利は4.5%台半ばにまで低下した。平成7年に入ると、円相場の下落を受けて債券相場は下落して始まったものの、円相場の反発等を背景に債券相場は戻り基調をたどった。1月下旬に入ると、阪神・淡路大震災に対する復興資金調達のための国債・地方債の増発観測を受けた需給悪化懸念による売り材料と株式相場下落等を背景とする買い材料とが相対立する中で債券相場は一進一退に推移する展開となった。その後年度末にかけても、米国債券相場の上昇や国内短期金利の低位安定観測の強まりを背景に相場は堅調に推移し、英ベアリングズ社の経営破綻や円相場の急騰、株式相場下落等を材料に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

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

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

図 5-2-5 主要金利の推移



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

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

## (2) 発行市場の動向

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

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

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

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

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

表 5-2-2 公社債年度別発行状況 (額面ベース)

(単位: 億円)

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

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

2. 長期利付国債及び政府保証債は超長期債を含む。

3. 長期利付国債及び中期利付国債は郵便局窓販分を含む。

4. NTT債等にはJR債を含む。

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

(出所) 『証券年報 平成9年版』2-3ページより作成。

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

#### 〔注〕

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

## 第2節 証券市場行政の概観

### 1 金融制度改革法

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

#### 〔注〕

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

### 2 その他の証券取引法改正等

#### （1）証券取引法改正

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

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

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

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

## (2) 商法改正

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

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

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

### 〔注〕

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

## 3 証券市場活性化に向けた政府全体の取組み

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

### （1）経済対策等<sup>1)</sup>

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

①「総合経済対策」(平成4年8月28日)<sup>2)</sup>

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

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

②「総合的な経済対策の推進について」(平成5年4月13日)<sup>3)</sup>

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

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



(iii)企業の資金調達環境の整備：受託制度見直し等を含む商法改正案の早期成立を期す等、引き続き社債市場における諸規制・諸慣行の見直し・撤廃を図る。自己株式の取得及び保有に関する規制の見直しについて、次期通常国会までに結論を得、所要の対応をすべく検討を促進する。

(iv)発行企業に対する配当性向の引上げ要請等、従来諸措置を引き続き推進する。また、同対策においては、公的規制の目的・内容を緊急に見直し、この結果に応じ許認可等の大幅な整理を行う旨が盛り込まれた。この検討結果等を踏まえ、平成6年2月15日に閣議決定された「今後における行政改革の推進方策について」(以下、「行革大綱」という。)において、当面の規制緩和措置等として781事項がまとめられた。また、この行革大綱において、平成6年度内に「規制緩和推進計画」(仮称)を策定することが決定された<sup>4)</sup>。

### ③「緊急経済対策」(平成5年9月16日)<sup>5)</sup>

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

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

### ④「総合経済対策」(平成6年2月8日)<sup>8)</sup>

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

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

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

⑤「対外経済改革要綱」（平成6年3月29日）<sup>9)</sup>

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

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

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

⑥「緊急円高・経済対策」（平成7年4月14日）<sup>10)</sup>

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

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

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

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

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

⑦「経済対策一景気回復を確実にするために一」(平成7年9月20日)<sup>13)</sup>

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

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

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

## (2) 規制緩和

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

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

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

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

### 〔注〕

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

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

## 第3節 証券市場の整備

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

### 1 金融制度改革

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

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

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

#### ①有価証券の定義の整備

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

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

## ②公募概念の見直し・私募の取扱い

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

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

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



なった。

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

### ③銀行・証券の相互参入

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

### 〔注〕

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

ことができるとされた。

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

相互参入についての詳細は本巻「証券行政」を参照されたい。

## 2 社債等発行市場の整備・改善

### (1) 社債発行市場

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

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

#### ①社債法改正

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

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

## ②適債基準及び財務制限条項の見直し・廃止

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

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

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

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

## （2）大型私募債ルールの見直し

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

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

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

### （3）社債の商品性の多様化

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

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

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

### （4）エクイティ債（転換社債・新株引受権付社債等）の商品性の多様化

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

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

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

#### (5) CP(コマーシャル・ペーパー)発行に係る見直し

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

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

## 〔注〕

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

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



ものであった（『大蔵省証券局年報 平成5年版』19-20ページ）。

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

### 3 株式発行市場及び株式公開制度の整備・改善

#### (1) エクイティ・ファイナンスの再開に向けた施策

第1章で述べたとおり、エクイティ・ファイナンスは平成2年3月以降停止状態と

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

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

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

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

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

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

## （2）東京市場の国際化に向けた取組み

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

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

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

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

#### 〔注〕

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

いて」(平成6年2月1日)『証券業報』平成6年2月号 25-40ページ。

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

## 4 債券流通市場に係る改善・見直し

### (1) 社債流通市場の整備に向けた取組み

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

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

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

利回りから複利回りへの変更等の見直しが実施された<sup>6)</sup>。

## (2) 債券貸借取引市場の整備

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

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

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

## (3) 外貨建てワラントの流通市場の整備

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

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

#### （４） 受渡し・決済制度の改善に向けた検討

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

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



決済ネットワーク」が設立された（第3章第4節3（5）参照）<sup>16)</sup>。

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

#### 〔注〕

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

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

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

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

## 5 株式流通市場の整備

### (1) 株式委託手数料

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

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

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

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

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

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

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

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

### （3）個人投資家の株式投資促進策

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

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

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

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

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

#### (4) 証券保管振替制度

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

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

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

#### 〔注〕

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

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

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



## 6 デリバティブ取引の健全な発展に向けた取組み

### (1) 株価指数先物取引等の改善

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

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

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

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

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

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

## （2）証券取引審議会デリバティブ特別部会における検討

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

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

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

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

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

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

### 〔注〕

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

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

## 7 株式会社店頭市場の整備

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

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

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

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

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

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

他方で、特則銘柄制度の円滑な運営のためには、それまでの株式公開制度（一部入

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

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

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

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

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

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

### 〔注〕

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



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

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

## 第4節 証券投資信託制度の改革

### 1 平成4年～平成6年における証券投資信託制度の見直し

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

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

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

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

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

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

#### 〔注〕

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

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

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

## 2 投資信託研究会における検討結果と改善策の実施

投資信託については当時、株式市場の低迷もあって株式投資信託の多くが元本割れにより信託期限の延長を余儀なくされるなど厳しい状況にある、また、株式市場の振幅を加速する結果となっている、さらには、投資信託制度は金融・資本市場の自由化・国際化の進展という環境変化に必ずしも十分に対応できていない、といった問題点が指摘されていた。こうした状況を踏まえ、大蔵省は平成5年11月に証券局長の私的研究会として「投資信託研究会」を設置した。同研究会は投資信託市場、投資信託制度等に係る諸問題の改善策について12回にわたる検討を重ね、平成6年6月22日に報告「投資信託の改革に向けて一期待される機能、役割の発揮のために一」<sup>1)</sup>を取りまとめた。

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

### (1) 資産運用・収益分配等についての規制緩和

①証券投資信託協会の自主ルールにおける運用規制について緩和を措置する。

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

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

(iii)ファンドが保有する株式等の範囲内での信用売りを認める。

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

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

(vi)実物資産の証券化関連商品への運用やFRA<sup>3)</sup>(金利先渡取引)、FXA<sup>4)</sup>(為替先渡取引)の利用を新たに認める。

②株式投資信託に係る収益分配規制や株価変動準備金規制を撤廃する。

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

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

### (2) 運用成績の公開

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

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

### (3) ディスクロージャーの充実

#### ① 受益証券説明書、運用報告書の記載内容の改善を図る。

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

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

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

### (4) 公正取引ルールの整備（「行為準則省令」の改正）

委託会社の忠実義務違反となる以下の行為を行為準則省令上の禁止行為とする。

#### ① 関係証券会社、販売証券会社等の売買手数料増加のための短期売買。

#### ② ファンド間の利益の付け替え。

#### ③ 関係証券会社等の引受けしこり玉の取得。

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

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

#### ⑥ 直接販売を行った顧客に対する損失補てん。

### (5) 外国投資信託の国内販売

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

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

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

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

### (7) その他

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

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

### 〔注〕

- 1) 投資信託研究会「投資信託の改革に向けて一期待される機能、役割の発揮のために―」(平成6年6月22日)証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成6年版)』(平成7年、証券投資信託協会)74-91ページ。
- 2) 大蔵省「投資信託改革の概要について」(平成6年12月12日)証券投資信託協会『証券投資信託年報(平成6年版)』(平成7年、証券投資信託協会)92-95ページ。
- 3) FRA: Forward Rate Agreement。
- 4) FXA: Forward Exchange Agreement。
- 5) 『大蔵省証券局年報 平成7年版』57-59ページ。『証券年報 平成8年版』70ページ。

## 3 運用規制緩和及び商品多様化の一層の推進

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

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

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

〔注〕

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



## 第5節 ディスクロージャー制度及び公正取引ルール

### 1 ディスクロージャー制度

#### (1) 金融制度改革法等におけるディスクロージャー制度の整備

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

#### ①金融制度改革法に伴うディスクロージャー制度の整備

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

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

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

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

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

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

## ②開示省令等の改正によるその他のディスクロージャー充実策

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

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

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

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

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

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

## （2） その他の法改正に伴う開示規定の整備

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

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

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

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

### (3) 規制緩和等に伴う開示規定の改正

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

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

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

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

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

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

### 〔注〕

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

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

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

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

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

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

## 2 企業会計基準

### (1) 会計基準の整備

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

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

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



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

## （2） 連結情報の充実に向けた検討

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

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

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

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

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

### 〔注〕

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

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

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

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

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

### 3 監査制度・監査基準

#### (1) 金融環境の変化等への対応

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

#### (2) 会計士監査の充実に向けての検討

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

#### 〔注〕

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

#### 4 公正取引ルール

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

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

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

#### 〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報 平成5年版』58ページ。『大蔵省証券局年報 平成6年版』46-49ページ。
- 2) 「平成六年商法改正法の解説〔1〕」『旬刊 商事法務』平成6年7月15日号 2-6ページ。「自己株式取得の規制緩和に伴う証券取引法の改正の概要」『旬刊 商事法務』平成6年7月15日号 7-11ページ。「自己株式取得の規制緩和に伴う証券取引法関係政省令の改正等の概要」『旬刊 商事法務』平成6年10月25日号 13-15ページ。

## 第6節 証券市場行政に係る国際協調

### 1 証券監督者国際機構（IOSCO）

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 〔注〕

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

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

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

## 2 SECとの定期協議、日米英証券監督者三極会合等

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

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



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

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

#### 〔注〕

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

### 3 金融協議

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

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

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

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

#### 〔注〕

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

## 第7節 証券関係税制

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 〔注〕

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