

取扱注意

平成10年4月14日(火)

平成5～8年の証券局行政

元 証券局長

日高壮平氏

出席者

元 証券局長（現 損害保険協会副会長） 日高 壮平

財政史編集顧問 山口 光秀

協力者

元 証券局総務課長 山本 晃

東京証券取引所管理官兼証券局

（現 大臣官房審議官（証券局担当））

目 次

はじめにー証券局長就任時の課題	1
1. 市場の活性化のための施策	1
(1) 個人株主の拡大	1
① 投資信託の拡大	1
② ミニ投資制度の導入	2
③ 投資単位の括り直し、株式分割の推奨	2
(2) 新規公開の促進	3
① 店頭市場の改革	3
② 東証外国株市場の活性化	5
③ 取引所上場基準の見直し	5
(3) 時価発行公募増資の再開	6
(4) 先物オプション市場の改革	8
① 日経300 の上場	8
② 市場管理の改善策	9
③ 日経300 株価指数連動型投資信託の創設・上場	10
(5) 民営化株式の売却	11
(6) 株式売買手数料の自由化	13
(7) 自己株式の取得・売却	14
(8) 金融制度改革による競争の促進	16
2. 投資信託制度の改革	18
(1) 運用規制等の抜本的緩和	19
(2) ディスクロージャーの充実・運用成績の公開	19
(3) 公正取引ルールの整備	20
(4) 新規参入による競争の促進	20

3. 公社債市場の整備	20
(1) 発行市場の改革	20
① 商品性の自由化	21
② 適債基準・財務制限条項の設定義務の撤廃	22
(2) 流通市場の整備	23
① 社債の受渡し・決済制度	24
② 債券貸借市場の整備	25
③ その他	26
4. 規制緩和・手続の簡素化	26
(1) バブル崩壊後、マーケット維持のために強化された規制の緩和	27
(2) 証券会社の業務規制緩和	27
(3) 公正取引確保のための規制緩和	28
(4) ディスクローズの充実	28
5. 証券関係税制	29
6. その他	32
(1) デリバティブ	32
(2) 個別事案	35
(3) IOSCO東京総会	37
(4) その他(PKO)	38
7. 質疑応答等	39

はじめに — 証券局長就任時の課題

〔 日 高 〕

私が証券局長についておりましたのは、平成5年6月25日から平成8年1月5日までの2年半でございます。

私が証券局を拝命したときの状況は、私が総務審議官をやっておりましたときの平成4年8月18日に、最近における株価の最安値、1万4,309円をつけた後の市場低迷期といっ
てよろしいかと思えます。その当時、私自身が自民党の方々と一緒になって経済対策、その中には株式市場の活性化のためのいろいろな施策をまとめようということで、ずいぶん動いていた。そういう経緯がございましたので、バブルがはじけた後の景気をよくするためには、従来型の財政金融政策だけではどうも不十分で、土地と株式市場を何とかしなければどうもうまくいかないのではないかという認識を持っておりました。

そのようなこともあって、私が証券局長になりましたときには、株式市場をいかに活性化するかということが最大の課題であったと思っております。

そういう意味では、私の後任者の長野君のときに、ビッグバンというということで大変革が行われて現在その途上にあるわけでありましてけれども、ビッグバンに至るまでの、いわば活性化に向けたいろいろな規制緩和、自由化に取り組んだ2年半だったと思っております。

ちなみに、私が就任したときの日経平均は1万9,659円、退任した平成8年度1月5日は2万0,669円でありました。その間の最高値は平成6年6月13日の2万1,552円、最安値は平成7年7月3日の1万4,485円でございます。

1. 市場の活性化のための施策

市場の活性化のために講じましたいろいろな施策について、8点ほど順次申し上げてみたいと思えます。

(1) 個人株主の拡大

① 投資信託の改革

平成6年度の段階で個人の金融資産は1,100兆円ございましたが、そのうちの株式投

資の割合が7%弱ということでありました。そういう状況でありますので、アメリカの例から見ても個人株主を増やしていく、いわば市場参加者の裾野を広げるということが活性化のための一番の近道だろうということで、個人株主の拡大に向けていくつかの施策をとったわけでありまして。一番大きい問題が投資信託の改革であります。これについては後ほど申し上げたいと思います。

② ミニ投資制度の導入

また、株式ミニ投資制度というものを導入いたしました。これは現在の市場では、額面50円の株式であれば1,000株単位で投資をするというのが原則であります。そういたしますと、例えば、時価が1,000円の株でありますと1,000株ですから100万円の資金がいる。個人として、例えば、サラリーマンが株式投資をするには一ぺんに100万円を投資するというのは高額であろうということで、これを何らかの形で裾野を広げるためには、1,000株未満であっても投資ができるような道がないかということで、平成7年4月の緊急円高経済対策の中に「株式の投資単位の引下げの促進」を掲げまして、平成7年9月、証券業協会の規則を整備していただきました。

この株式ミニ投資制度が導入されたのは平成7年10月からでありますけれども、これはサラリーマンを中心とした個人は1,000株でなくても証券会社に購入を申し込む、証券会社は何人かの個人を集めて投資単位を形成するというのも可能ですし、それができない場合には自己取引で足りない部分を証券会社が追加をして投資単位に見合うようにしていく、そういう制度でありました。

平成7年10月にまず大和証券が第1号として開始いたしまして、年末までに16社が導入いたしました。その間、導入当初は4万8千口座ということでありましたけれども、そのうちの6割が新規の顧客であったということでありました。証券会社から見れば小口の投資にいろいろなコンピュータ投資を要するというので、コスト割れの懸念がずいぶんあったわけでありましてけれども、今申し上げた新規の顧客を拡大する、そういう意味で非常に大きな効果があったのではないかというふうに思っております。

③ 投資単位の括り直し、株式分割の推奨

個人株主の拡大に向けた三番目の施策として、今の株式ミニ投資制度の導入と同じ考え方で、投資単位を括り直し、あるいは株式の分割を推奨しました。これは、実際に株式の

投資単位を1,000株から、例えば100株取引ができるようにするとか、株式の分割をする、そういった企業の株は、実際には当時でも個人の株式取引がずいぶん増えておりましたので、これを進めていくことが大事だろうということだったわけでありませう。

後に申し上げます「時価発行公募増資のガイドライン」を出しましたときにも、こういったものを推奨するために投資単位の括り直しや株式分割を行った企業は時価発行が容易に認められる、そういった形でこうした措置がとられるように進めたということになります。

その他、これは前任者の段階から始まったわけでありませうけれども、株式の累積投資制度というものがございませうが、1年間でほぼ90万口座まで拡大をいたしました。これもやはりサラリーマンが累積投資をすることによって市場の活性化を図るということだったわけでありませう。

いろいろなこういう手立てを講じ視野は広がりましたが、投資規模自体がどこまで膨らんだのかという点についてはまた疑問の余地があるだらうと思ひませう。その点はもう少し時間をかけて検証する必要があるのではないかと思ひませう。

(2) 新規公開の促進

活性化のための第2点目が新規公開の促進ということございませう。この新規公開の促進の観点では大きく分けて3つ申し上げたいと思ひませう。

① 店頭市場の改革

1つ目が店頭市場の改革ございませう。株式の店頭市場というのは、取引所に上場された株の取引の他に、店頭市場、すなわち、証券業協会に店頭登録をされた株については店頭市場で取引がされるということであったわけでありませうけれども、バブルがはじけた後、現物市場が低迷をする過程の中で平成3年末から事実上この機能が停止しておりました。この店頭市場は、前任の小川局長の時代に週に1~2社の店頭登録を認めようということでも再開されましたが、現物市場の活性化を図るには、ランクが1つ下の店頭市場の一層の改革も必要であらうということでも、私のときに、段階的な緩和を実施しました。すなわち、平成5年7月からそのペースを早めて週2~3社の登録を認める。平成6年6月からは総合経済対策の内容を受けて、さらにペースを早めて週3~5社というように拡大をしていったわけでありませう。これによりまして、平成3年末事実上停止しておりました店頭登録は、平成6年には、1年間の店頭公開された会社数が過去最大の164社にまで増加し

ました。

このようにペースを早めるという形での規制緩和が行われていったわけでありませけれども、そのときの状況はといえば、証券界だけではなくに経済界からもさらに強い公開要求が出されていたわけでありませ。これは、アメリカの経済が非常に景気がいい、その1つの理由としていわゆるニュービジネスの好調さが当時ずいぶん言われておりましたので、経済界からは、日本の経済が現在非常に低迷をしているけれども、将来の日本経済の担い手であるニュービジネス、ベンチャー企業を育成すべきだ、そのためには彼らの資金調達を円滑にしていくべきではないか、アメリカのこういったベンチャー企業の資金調達というのはNASDAQというマーケットで資金調達が行われておりますけれども、日本の店頭公開市場というものはNASDAQに比べればまだまだ非常に原始的であって劣っている、それをもう少し拡大するなり、あるいは完全に新しいマーケットを作るべきではないかという声か経済界からかなり強い意見として出てまいりました。当時の通産大臣の橋本龍太郎さんがやはり通産省の事務方の尻を叩いて「これを何とかせい」というふうに強い音頭を取っておられたのを私も記憶いたしております。

そうした流れは、実は先ほど申し上げた少しずつペースを早めて店頭公開を進捗させようという私どもの方針とも基本的に同じ方向でありましたので、そうした経済界の声にこえて平成6年末に対外的に大蔵省としての基本方針を発表いたしました。その方針の内容は、まず1つは、いままであった1週間当たり何社という社数制限を平成7年4月から撤廃する、2つ目に、ニュービジネス向けに店頭登録の基準に特則を設けて、できるだけ裾野を広げた形で店頭登録の企業数を増やしていこう、この2点を中心とした基本方針を発表したわけでございます。

この店頭登録の登録基準の特則については、その後、日本証券業協会に設けられた研究会で議論をしていただいて、平成7年7月からいわゆる特則によるマーケットを作ったわけでありませ。証券界ではこれを「フロンティア市場」というふうに名前をつけておりました。このニュービジネス向けの特則は、一般の店頭登録に比べますと、例えば、前年の利益が黒字でなくてもいいとか、あるいはいわゆるリクルート事件以来、新規公開の株は一人当たり5,000株までというふうに限定されておりましたけれども、こういうニュービジネスの場合には、その資金調達を行う場合に、不特定多数の資金提供者を探すのが非常に難しいということでありませるので、この配分ルール、1人5,000株というルールをこの特則市場には適用しないと、そういったいろいろな新しい考え方でこの特則を設けること

にしたわけでございます。逆に、その登録基準がそういった形で緩和をされるということは、それなりに非常にリスクのある企業も当然公開されていくということになるわけでありますから、ある意味では自己責任原則を徹底させる、あるいはマーケットメカニズムが機能するマーケットになっていくだろうというふうに期待していたわけでございます。

② 東証外国株市場の活性化

新規公開の2つ目の問題は、これは、山口理事長に非常にお手数をおかけしました問題でありますけれども、東京証券取引所の外国株市場の活性化を図るということでございます。これは当時、東京証券取引所に上場されている外国の株式数があまり増えないといえますか、むしろ減りつつあったということもあって、いわゆる市場の空洞化といった議論が当時いろいろな形で出てまいりました。

この点については、東京証券取引所の方でリーダーシップをとっていただいて、まず、東証の上場基準を緩和していこうという動きになりました。当時、公開された上場基準の他に、いわゆる内部のガイドラインというものがございました。これは、例えば、いろいろな利益基準とかそういったものがその上場基準より10倍ぐらい厳しいものであったわけで、そういった厳しいガイドラインがあったために、新規の上場がちっとも進まないという状況にあったわけでありますけれども、このガイドラインの撤廃を含めた東証の外国株の上場基準の緩和を図ったわけでございます。これは平成7年9月と平成8年1月の2回に分けて行いました。このときは私はもう証券局を離れましたけれども、この上場基準の緩和によって、確か平成8年になって、東南アジアの企業が初めて上場したというように聞いておりますので、これはそれなりに効果が上がったのではないかとこのように思っております。

(事務局 注) 平成8年2月以降の外国株市場への上場企業

平成8年2月29日 YTL (マレーシア)

平成8年11月19日 ドイツテレコム (ドイツ)

平成9年2月5日 HLD (香港)

③ 取引所上場基準の見直し

もう一つ、新規公開の促進を図るということで、取引所自体の上場基準の見直しということも行いました。これは、証券界、あるいは東京証券取引所、大阪証券取引所の方から

も強い要望が出されたということもございます。私の証券局長時代にこの基本方針をまとめまして、実施は平成8年の1月からということになりました。そのときの考え方は、やはり市場といっても、当時は取引所中心主義というのがございまして、基本的には証券取引所において取引されるものが中心となっていたわけでありますから、そういう取引所へのいわばニューカマーといえますか、入ってくるものを少しでも増やしていく必要があるだろうということで、この取引所の上場基準の見直しに踏み切ったわけでございます。

内容的には、詳しくは申し上げませんが、東京証券取引所については、いわゆる二部基準を緩和する。もう一つ非常に大きなものとして、子会社の上場基準を弾力化したことも非常に大きな効果があったのではないかとこのように思っております。

大阪証券取引所については、以前から、「一部」、「二部」の下に「新二部」というもう一つ基準が緩和されたマーケットがあったわけでありますけれども、さらにその基準の緩和をいたしまして、ベンチャー企業向けの特則市場を作りました。従来の新二部と統合して、新しいマーケットを作ったということになります。以上が、新規公開の促進のための措置でありました。

(3) 時価発行公募増資の再開

バブルのときにいわゆる時価発行増資が大量に行なわれました。企業は、時価発行増資か、あるいは転換社債の発行によって得た資金で設備投資をするだけでなしに、いわゆる財テクをやったということになるわけでありますけれども、そのバブル期の大量の時価発行公募増資によって、市場の需給が崩れた。ROEといえますか、リターン・オン・エクイティという株主利益率が非常に低下いたしました。時価発行増資が大量に行われることによって、株主の利益が損なわれる、そういったところから株式市場への参加が機関投資家を中心にだんだん細っていくという状態になっていったわけであります。その市場の低迷に併せて、時価発行公募増資も平成2年4月から事実上休止状態になってまいりました。

この「事実上休止状態」というのは、非常に不透明であります。明文の通達によって停止をしたというわけでもありませんし、証券界の中での内部的なガイドラインみたいなもので停止されたというわけではないのです。いわば不透明な形で、事実上凍結されるという状況でございました。

市場の活性化を図っていく、いろいろな規制緩和を行うと同時に、後で申し上げますけれども、政府の保有株を売却するという動きが別途ございまして、政府の保有株の売却と

というのは当然のことながら事実上の時価発行増加に他ならないわけでありますので、官(政府保有株式の売却)を進めるには民間の企業の時価発行公募増資も進めていかなければならないだろうというふうに、当時私どもは考えていたわけであります。

同時に、変な話ではあるのですが、時価発行は事実上停止されておりましたけれども、他方で転換社債は自由に発行されていたわけでありますので、この停止という状態が非常に不自然だったということがだんだん明らかになっていったわけであります。そのような状況にございましたので、平成5年の12月にまず不透明な行政指導と思われるものをやめようということで、大蔵省のガイドラインの公表という形をとることによって時価発行公募増資の再開に踏み切ったわけがございます。

そのときには、直ちに全面自由化ということにいたしますと、それほどマーケットの地合が堅調だというわけでもございませんでしたから、やはり不測の悪影響も避けられないのではないかとということで、漸進的な自由化に踏み切らざるを得なかったということであります。そのときの考え方は、基本的には株主に配慮する。株主の利益に配慮している会社については、公募増資を認めよう。あるいは投資魅力が非常に高く、市場の活性化に役立つものについては認めていこうという条件でその再開に踏み切ったわけであります。

具体的には、例えば、ROEが10%以上とか、あるいは2割以上の増資を公約している企業とか、あるいは先ほど申し上げた大幅な株式の分割、あるいは括り直しを行っている、あるいは今後実施をするということを公表しているもの、そういった企業について、公募増資を認めようということで、平成5年12月に大蔵省の方針を明らかにしたわけがございます。

これによりまして、私の局長在任中の7年末までの間に時価発行公募増資が行われたのは42銘柄、金額にして3,500億円強でございました。ただ、先ほど申し上げましたように、これはあくまでも当面の措置であって、やはり大蔵省の公表したガイドラインとはいえ、そういう行政指導によってマーケットに参加するものを制限するという考え方は長持ちはしないだろうというふうに考えておりました。当時、政府全体として規制緩和の流れが非常に強くて、政府としての規制緩和推進計画というものを策定しようという動きがございましたので、平成7年3月の規制緩和推進計画において、「平成7年度内に時価発行公募増資の基準についての一層の緩和ないし撤廃の検討を行い結論を得る」という旨の文書を盛り込んだわけがございます。

私が証券局に在任しておりました間は、このガイドラインの撤廃というのは行われませ

んでしたけれども、後任者の長野君の時代になりまして、8年度にその撤廃が実現したと
いうように記憶いたしております。

(4) 先物・オプション市場の改革

市場活性化のための四番目の措置に先物・オプション市場の改革の問題がございます。
実は、この問題につきましては、前任者の小川局長のときに、いわゆる先物性悪説、つま
り、例えば、平成4年夏に日経平均が1万4,300円台まで落ち込みましたけれども、現物
市場が非常に低迷している元凶は先物ではないかという、いわゆる先物性悪説みたいなも
のがかなり広く流布をされておりました。当時、確か「犬が象をふり廻す」というような
ことを言われましたけれども、こうした批判がすべて正しいと私どもは思っておりません
でしたけれども、その過程でそうした批判に答えるべく、先物の取引を規制するという動
きが非常に強く強化されていきました。いわゆる先物取引を行う場合には、その証拠金と
いうものを積まなければいけないわけでありましてけれども、その証拠金をどんどん引き上
げていくことによって、先物・オプション取引というものはほぼ行われず、市場自体が
逼塞状態に陥っていったわけでございます。前任者の小川局長のときに、先物取引という
のは、確かにリスクはあるけれども同時にヘッジをする。リスクに対するヘッジ取引の面
もあるわけでありまして、やはりマーケットとしては現物だけではなしに先物・オブ
ション市場も健全化されていくべきである、正常化されていくべきであるという考え方
の下に、確か平成4年12月に「先物取引のあり方について」という大蔵省としての考え方を
発表されたわけでありまして。その内容は主として「先物取引の管理の改善策と同時に大阪
証券取引所における加重平均指数の導入」といったものを関係者に要請するという形で大
蔵省の考え方が発表されたわけでありまして。したがって、私が着任をいたしました後、先
物・オプション市場の改革の問題については、平成4年12月の基本方針に沿って、これを
一日も早く実現するというように尽きていたわけでありまして。この点では、3点ほど申し
上げたいと思います。

① 日経300の上場

まず、日経300という加重平均指数の上場の問題でございます。当時いろいろ言われて
おりました日経225は単純平均の指数でありましたので、今申し上げたように、平成4年12
月の大蔵省の方針によって、日経225に比べて操作がしにくいだらうと思われる加重平均

指数をできるだけ早く作ってもらいたい。これは当然のことながら、大蔵省が作るわけではありませんので、日経225に合わせて、やはり日本経済新聞社に新しい指数を作ってほしいということで、私も着任早々、日経の鶴田社長をはじめ、関係者にずいぶん強くお願いをいたしました。日本経済新聞社は平成5月10月に日経株価指数300を公表いたしました、これを平成6年2月14日に大阪証券取引所が上場いたしました。これによって、日経300先物・オプション取引が開始されたわけでございます。日経300というのは、日本を代表する企業300社の株式の時価を加重平均したものでございます。そういう意味では日経225より値動きが少ない、しかし代表する企業が組まれているわけでありますからその市場における株式の流動性は非常に高い。225が操作がどこまでできるかというのは私に確信があるわけではありませんけれども、少なくとも300社の加重平均指数でありますから、225に比べれば操作がしにくいことは事実だろうと思います。

いずれにしても、これからの先物・オプション取引についてはできるだけ225から300を活用してほしいという意味合いで、日経300指数が上場された以上は、それを早く早期に定着させる、そのために日経225に比べて日経300の先物・オプション取引についてのいろいろな優遇措置をいくつかの点で講じていったわけでございます。この点は平成6年2月、あるいは8月の2回に分けて行いましたし、全く新しい商品として、後ほど申し上げる新しい投資信託の上場といったものも、こうした日経300の指数を早く定着させるための措置であったわけでございます。

② 市場管理の改善策

次に市場管理の改善策であります。平成4年12月の大蔵省の基本方針を受けて、先物・オプション取引を活発化させるものの、活発化させるだけではいけないのであって、同時に、いわゆる不公正な取引を排除するといった市場管理の改善策が求められていたわけがあります。この点については、米国の財務省、SEC、日本の証券局の先物取引の専門家によるダイアログが当時行われておりまして、その中でもいろいろな議論がされていたわけであります。

具体的な改善策については、東京証券取引所と大阪証券取引所の事務局の方に「検討ワーキング・グループ」というグループを作っていただいて、そこで勉強をしていただきました。平成5年5月から6月の日米の非公式協議を経て、平成5年6月にプレスガイダンスを発表して、いわば市場管理の改善策について勉強していこうということになっていった

わけでございます。具体的なガイドラインについては、その後平成7年12月になって日米間で公表されました。

そのときの市場管理の改善策の柱は、1つはディスクロージャーを充実する、2つ目はサーキット・ブレーカーの導入ということで、これは日本の独特の制度であります。一定の幅以上に先物の価格が上下した場合には、例えば、15分間取引を停止するといったいわゆるサーキット・ブレーカー制度を導入いたしました。この点については後ほど申し上げるいわゆるベアリング事件（ベアリング証券の倒産）という大きな事件が起こりましたが、このベアリング事件のときに、サーキット・ブレーカーという新しい制度がその効果を発揮したということで、高く評価されたというように記憶いたしております。その外いろいろな不公正取引規制の整備も行われました。

先ほど申し上げた先物・オプション市場の改革と市場管理の改善策によって先物取引が活発化する、それがまた現物市場での活性化につながっていくだろうというように期待をしていたわけでございます。

③ 日経300株価指数連動型投資信託の創設・上場

この点でもう一つ、日経300株価指数に連動する新しい投資信託の問題について一言申し上げておきたいと思えます。

先ほど申し上げたように、日経300指数というものが平成6年2月に大阪証券取引所で上場されました。それによる取引も少しずつ行われていったわけではありますけれども、何せまだまだなじみの薄い指数だということで、これを早期に定着させる措置がそれまでもいくつか講じられておりましたが、やはり、何か新しいものが必要ではないかということで部内で勉強を始めました。丁度その頃、大阪の地場証券の一つである平岡証券の小林会長さんが、私どもの方に日経300の指数に直接連動する、すなわち300社の現物株にだけ投資をする投資信託、つまりお客から投資信託という形で資金を集めて、日経300を構成する300社の現物株式のみに投資する、そういう新しい投資信託ができないかどうかという提案がありました。私どもとしては、それは非常におもしろいけれども、具体的に商品化できるのかどうかという点が問題だったわけですが、これは大阪の証券界が野村グループに商品設計の依頼をいたしまして、新しい日経300株価指数連動型投資信託というのが平成7年4月に導入され、平成7年5月に上場されたわけでございます。

私どもとしては、300指数の定着、同時に投資された資金というのは現物株を購入する

わけでありますから、現物市場の活性化にも十分大きな効果を持つだろうというように期待をしたわけでございます。

なお、この日経300投資信託につきましては、平成7年4月の「緊急円高経済対策」にもうたっておりますし、平成7年度の税制改正によって、新しい租税特別措置を講じてもらったということもございます。そういう意味で、日経300指数の早期定着を目的とし、同時に現物市場の活性化に役立てるという意味で、これは政府全体としてこの問題には取り組んだということが言えるかと思えます。

従来の投資信託と違ってどういう特色があるのかということでもありますけれども、今、申し上げたように、投資信託が購入されて、その集まった資金はすべて日経300を構成する銘柄300社の現物株式のみに投資をされる。そういう意味で、当然のことながら、この投資信託の価格というのは日経300指数の値動きに限りなく連動するということになります。

2つ目の特色は、投資信託でありますから証券は当然受益証券ということでもありますけれども、投信の受益証券でありながら取引所に上場される、これは初めての試みであります。

3点目の特色は、投資信託ではありますけれども、投資した投資家は投資信託の解約という形で解約が認められていない、現物株のパッケージを引き出すという形で資金に換金する、そういう方法でいわゆる従来の投資信託の解約を認めないというところが新しい試みであったわけでございます。

そういう全く新しい商品でありましたので、先ほど申し上げた平成7年度の税制改正で設けられた特別措置というのは、例えば、受益証券ではありますけれども株式と同じ扱いの譲渡益課税を行う、実際に現物株が引き出されたときは、これは有価証券取引税は非課税とする、つまり受益証券と交換するという形をとることによって非課税とする、そういったような特別措置が設けられたわけであります。

この300投信が現在どういう姿になっているのか私は存じませんが、当時は先ほど申し上げた新しい指数の定着と現物市場の活性化のために非常に効果があるだろうというふうに期待をしていたわけでございます。

(5) 民営化株式の売却

民営化株式の売却でございますが、当時私どもの基本的な考え方は、一つはNTT株式

の売却に当たって、証券界からも、あるいは各界からもいろいろな批判があった。そういうNTT株の売却についての批判に答えるべく、マーケットに不測の悪影響を与えないように注意しなければいけない。

もう1点は、先ほどちょっと申し上げましたけれども、官優先という批判が生じないように民間企業の時価発行増資の緩和と歩調を合わせる必要がある。その2点が基本的な考え方であったわけでありませう。

同時に、民営化株式の売却を進めるのであれば、やはりそれは既存の株式市場に投下された資金が肩代わりされるだけではなくて、新しい株主からニューマネーを吸引する、そういうことに役立つものにしなければならない、基本的にはこの3つの考え方から、具体的な民営化株式の売却について関係部局（主計局、理財局、官房）と調整をしていたわけでありませう。毎年の予算にはJR株、JT株、あるいはNTT株についてそれぞれ予算計上がなされておりましたけれども、実際に売るタイミングを決定するに当たっては、私ども証券局が、先ほど申し上げた基本的な考え方に従って関係各局と調整をして決定をしていったということになります。平成5年度については、最終的にJR東日本を売却しようということになり、平成5年7月に入札公告が行われ、平成5年10月に上場されました。そのときに予算計上されておりましたJT株については基本的な考え方に基づき、2つはとても無理であるということで12月の段階で断念をいたしましたわけでありませう。

ただ、平成5年7月のJR東の株式上場の後、年末迄の間、株価が急落をいたします。すなわち、平成5年5月から7月頃、つまりJR東株の入札、上場が行われていた頃の日経平均は大体20,000万円から21,000円台で推移をしておりましたけれども、10月26日にJR東株が上場された後、株価が急落をいたしまして、11月末には16,000円前後にまで落ち込んでいったわけでありませう。確かに売出し価格とJR東の初値の間に非常に差がありまして、売出しのときには38万円でありませうけれども、上場されたときの初値が60万円という非常に高値を呼んだということもあって、かなりの資金が売り抜けられたのではないかと批判があったことは事実でありませうけれども、このJR東の売却が株価低迷の1つの要因ではないかという批判が出たことは事実であって、それは認めざるを得ない。私どもとしては、実際に政府保有株の売り方いかんによって株価低迷の引金になった原因があるのであれば、それは十分反省をし、それを次回にはつづしていくという考え方に立たざるを得なかったわけでありませう。JR東株だけが原因に帰せられるわけではなくて、経済状況その他、一般的な市場低迷の要因があったというふうに考えておられますが、そう

いう批判があったことは否定できないわけであります。

平成6年度になりまして、今度は、JR株、JT株、NTT株の3つが予算計上されておりましたけれども、どういったものをどういうタイミングで売り出していこうかということが非常に大きな問題になりました。関係局と最終的に調整をいたしまして、平成6年7月にJT株について入札、売出しが行われたわけでございます。ただし、JT株についてはいままでの反省に立って抽選をして払い込んでもらうというような、いわゆる新しい試みもいくつかしたわけでありましてけれども、実際に売出しにあたって、抽選に当たりながら購入しなかったという失権株というのが27万株も出たという状況にございました。この点についてはこれからも十分反省をしていかなければいけないというふうに思ったわけでありまして。JT株の上場後もまた少し株価が低迷をしたということもあって、それ以外のJR株、NTT株については見送りを決定いたしました。平成7年度につきましては、年末前の間、とても民営化株を売り出す状況にはないということで行わなかったわけでありまして。

不幸なことに、たまたま5年度、6年度とも民営化株の売却の後、いろいろな原因で株式市場が低迷したということもあって、何となく売りづらくなっていった面は否定できないわけでありまして。しかし、先ほど申し上げたように、いいもの、いい株式であれば、ニューマネーを十分吸引する手段となり得る。証券界もそういう意味で新しいものには期待をするわけでありまして、そういった新しい商品があれば、新しい顧客にいろいろアプローチができるということで、株価低迷という不幸な現象はございましたけれども、民営化株の売却については売り方を十分気をつけながら、マーケットへの不測の悪影響を十分回避しつつ、今後も淡々と進めていくべきものではないのかというふうに私自身はいまでも考えております。

(6) 株式売買手数料の自由化

次に、株式売買手数料の自由化の問題について申し上げてみたいと思います。これは平成5年3月、ちょうど私が着任する直前でありましてけれども、前任者の小川局長の時代に証券取引審議会の作業部会の報告が出ました。この報告では「10億円を超える大口の取引については、平成6年4月から自由化をする。その現実の影響を今後1～2年後に検証し、以後の自由化につき検討する。」となっております。

平成6年4月の段階で、証券界の一部には、市場の低迷ということから大口取引の自由

化について少し先延ばしができないかというような声があったことは事実でありますけれども、やはり自由化の流れというのは進めていかざるを得ませんし、証券取引審議会の報告すら実現できないというのでは、当時の自由化、規制緩和の流れの中では大蔵省の姿勢も問われかねないということで、関係者の了解をとりつけて予定どおり、平成6年4月から大口取引の自由化に踏み切ったわけであります。

それ以後、日本証券業協会で自由化後の状況はどうかということで、四半期ごとに手数料の実態について公表することになったわけでありますけれども、大体自由化前の半分程度であったというふうに私は記憶しております。株式の売買手数料の自由化の問題については、ビッグバンによって本年の4月から5,000万円まで引き下げられ、来年中には自由化されるということですので、大口取引の自由化をやるかやらないかというように判断していた状況からみれば、隔世の感があるというふうに思っております。

(7) 自己株式の取得・消却

7点目が自己株式の取得・消却の問題でございます。私が総務審議官のときでしたが、緊急経済対策を策定する過程で、アメリカのように自由に自己株式、自社株を購入することができるようになれば、それは非常に株主の利益にも合致するし、市場の活性化にも役立つのではないかという議論があり、平成4年3月の緊急経済対策に「商法との関係も含め、幅広い観点から検討する」という一文を入れたわけであります。

それを受けて、平成4年4月から法制審議会の商法部会で、この自社株の問題については議論が進められていったわけですが、法制審は平成6年2月に意見のとりまとめを行って、それを受けて商法の改正が行われることになったわけであります。商法の改正は平成6年6月に成立し、平成6年10月から施行になっております。商法改正の内容は、まず基本的に自己株式の取得は認めるけれども、それはすべて消却することが目的である、当時アメリカでも認められておりました自社株を購入してしばらくの間保有をして、必要に応じて、マーケットの状況を見て自分が保有していた自社株を、例えば、売りに出す、いわゆる金庫株と言っておりましたけれども、そういう金庫株の考え方は原則として認めない、消却目的が原則である、そういう形での自社株の購入を認めようというのが商法の考え方であったわけであります。

ただし、この点については例外がありまして、従業員持株会用の自社株の保有だけは認められた。これは細かくなりますけれども、当時、従業員持株会の資金は大体いつもボー

ナスのときに大量に集まるということがありましたので、従業員持株会用の株式取得は、6月と12月に集中し、市場に不測の影響が出るということが市場で言われていたわけであり、したがって、従業員持株会用に企業が資金を出して、いわば肩代わりをして株を買った場合には、それをボーナス月まで企業が保有して、持株会用の資金が十分にそろった段階で持株会にその自社株を売る、そういう特別の道を設ける必要があったわけであり、したがって、これがいわば消却目的を原則とする改正の例外措置になっていたということになります。

もう一つの商法改正の内容は、株式消却の原資について、配当可能利益を充てるということにありました。確か聞くところによると、この間の国会で議員立法で改正され、資本準備金からも出せるようになったと思いますけれども、そのときの考え方はやはり自社株の購入といっても、まだ初めてのことでありますから、そう大々的に推奨しようというわけではなくて、やはり配当可能利益から充てるということでは十分ではないかというのが法制審議会の考え方だったわけであり、

こうした商法の改正の流れを受けて、私どもも自社株の購入・消却については、非常にメリットが大きいというふうに考えておりました。1つは、企業の財務政策が多様化する、あるいは持合の解消の受け皿になるのではないかと期待もございました。もう一つ一番大きい理由として、当然のことながら株主への配慮ということで、市場の活性化に大変役に立つであろうという期待もあった、自社株の購入についてはこのように大きなメリットがあるだろうというふうに思っていたわけであり、

他方で、そうは言っても自社株の購入ということでもありますから、インサイダー取引等の不公正取引が行われやすい。したがって、そうした不公正の取引が行われないように担保することが大事であろう。

もう一つは、自社株を行う場合に、いわゆるみなし配当課税という税制がネックにならないように、大蔵省として措置をしなければいけないのではないかと。この2点、つまり不公正取引の排除と税制改正がない限り、いくら商法が改正されても自社株の取得というものは進まないだろうというふうに考えていたわけであり、

したがって、不公正取引の排除の点については、法制審の審議状況を見ながら、平成5年11月に証券取引審議会の公正取引部会で審議をお願いし、最終的には法制審の報告と合わせて、平成6年2月に証券取引審議会の公正取引部会の報告をまとめていただいて、平成6年4月に証券取引法の改正案を国会に提出したわけであり、この改正法案は平成

6年6月に成立し、商法改正と併せて10月から施行になっております。このときには、先ほど申し上げた不公正取引が行われぬようインサイダー取引規制を強化するほか、いわゆるディスクロージャー、情報開示を進めるというようなことも行われました。

もう一つの税制改正については、商法の改正が行われながら税金がネックになって自社株の購入が進まないということであれば、これは同じ大蔵省の一員として辛いということでも主税局の方に強くお願いをいたしました。みなし配当課税の撤廃は、いわば法人税法の基本的な考え方に穴を開けるという非常に強い信念が税制当局にありましたので、それまで長い間実現をしなかったわけでありましてけれども、平成6年度の税制改正においては最終的に妥協案といいますか、不完全な形ではあります税制改正が行われました。これは自社株を購入する場合、みなし配当課税は適用するが、源泉徴収は適用しない、あるいは支払調書の提出限度を5万円（これは後に10万円になりましたが）に引き上げるということで、適用をするけれども実質は非課税になる分野が非常に多いというような、完全な形でのみなし配当課税の非課税措置ではなかったのですが、そういった形で決着をいたしまして、これが平成6年度の税制改正で成立をしたわけでありまして。

ただ、この税制改正が施行された後、経済界からは、実質非課税と言っても、特に借入金の非常に多い企業から見れば実質非課税にならないではないかというような声がありまして、みなし配当課税はやはり自社株の購入にはネックになっているという声が非常に強く出されてきたのでございます。そういった声に応じて、平成7年の夏に税制当局にみなし配当課税の非課税について了解をしていただいて、平成7年9月の経済対策に「みなし配当課税について特例措置を講ずる」旨をうたったわけでありまして。これを受けて平成7年11月、租税特別措置法の改正案が提案されて成立をいたしました。そういう意味で、特別措置ではありますけれども、平成7年度の税制改正によってみなし配当課税の非課税の道が開かれたということで、これによって自社株の購入・消却という道はかなり開かれていったのではないかと考えております。

(8) 金融制度改革による競争の促進

もう1点、活性化との関連で、金融制度改革に基づいた競争の促進について述べたいと思います。ご承知のように、金融制度改革については、平成3年からいわゆる業態別子会社方式による相互参入という基本方針が打ち出されて、平成5年4月に金融制度改革法が施行されたわけでありまして。平成5年4月の施行に向けて、大蔵省としての基本方針が平

成4年12月、これは前任者の段階で既に新聞発表もされております。これは「金融制度改革実施の概要について」という新聞発表でございますが、これによりますと、漸進的、段階的に導入を推進する、業態別子会社の業務範囲等については3年を目処に見直しを行う等々の内容であったわけであります。

したがって、私が証券局長に就任いたしましたときには、この金融制度改革の基本方針に従って、それを進める、それを進めることによって競争の促進を図るということに尽きていたわけであります。

この基本方針に従って、まず、金融界からの証券子会社が順次進出をしましてまいりました。平成5年度には興長銀の証券子会社が3社、次いで信託銀行系の証券子会社が2社進出をいたしました。その後、興長銀、信託の進出が行われた後、いわゆる都銀の証券界への進出をどう考えるかが次の段階として非常に大きな問題になっていったわけであります。

当時の証券界の大勢は、もちろん基本方針は了解していたわけでありますけれども、「興長銀や信託が進出するのはやむを得ないが、都銀についてはできるだけ遅く、かつ大手6行の同時参入は避けたい。」という声が非常に強かったわけであります。この点については、いろいろ銀行局と折衝しましたし、金融界、証券界との折衝もございましたけれども、最終的には平成6年3月の「都銀等の証券子会社参入について」という新聞発表で大蔵省としての考え方を発表いたしました。まず、「都銀の参入時期は平成6年7月、一時の過度の参入による市場の混乱を避けるために、順次参入してもらおう。」ということで、一応7月、11月、3月という3段階に分けるということで新聞発表したわけであります。この新聞発表を受けて、平成6年の夏以降、都銀系の証券子会社が7行進出をし、信託銀行系の子会社が1社進出しました。平成7年になりまして、都銀系の証券子会社が2社、信託銀行系の証券子会社が2社進出をいたしまして、ちょうど私が在任しておりました7年12月までの間に都銀系が9社、興長銀系が3社、信託銀行系が5社の証券子会社が進出し、大蔵大臣から証券会社の認可を出したわけでございます。

他方、証券会社の信託銀行子会社は、平成5年8月に証券4社の信託子会社が進出をいたしました。

だいぶ長くなりましたけれども、一番目の柱の市場の活性化のための施策という点についてはこれで終わらせていただきたいと思います。

2. 投資信託制度の改革

次に、大きな柱の2つ目として、投資信託制度の改革について申し上げたいと思います。

まず、基本的な考え方です。投資信託については平成元年末60兆円近くありましたが、平成5年6月末の段階で46兆円ぐらまで減少しておりました。特に株式投資信託は46兆円から21兆円まで半減をするという状況にございました。当時の投資信託というのは昭和26年以来、実質的な改革はなかったために非常に時代後れであった。同時に、投信のイメージは非常に悪いという状況でした。市場の低迷ということもありましたけれども、元本割れが続出をするということで投信を買った投資家で損をした方が非常に多かった。特に、機関投資家からは投信の元本割れによって非常に不満が寄せられていたという状況にございました。同時に、証券会社の投信の売り方として、手数料を稼ぐためにいわゆる回転売買といったようなことが行われているのではないかという批判もずいぶんありました。そんなようなことで、平成5年夏の段階では、投資信託は非常に低迷し、イメージが悪く、ますますこれから減少していくのではないかというふうに思われていたわけです。

ただ、私どもとしては、投信というのは市場の活性化、あるいは個人の投資家が市場に参加するための一番望ましい手段であるということは異論のないところでありますし、同時に証券会社の経営ということを考えてみても、株式の売買手数料に依存するという体質から、やはり新しい業務手段を拡充する、そういう意味では投信の販売手数料というものを増やすことによって証券会社の経営を改善させるという道にもなり得るだろうという、いろいろな面で投資信託の改革というのはメリットが大きいと思いますし、それを緊急に行っていくべきではないかというように考えたわけです。

そのような基本的な考え方から、平成5年11月に、大阪大学の、現在高岡短期大学の学長をしておられます蠟山先生に座長をお願いをしまして、証券局長の私的研究会という形で投資信託研究会というものを設け、平成6年6月に、「投資信託の改革に向けて」、副題が「期待される機能・役割の発揮のために」という報告書を取りまとめたわけです。これを受けて、具体的な改善策の検討に入っていったわけですが、最終的には平成6年12月に「投資信託改革の概要について」という新聞発表をいたしました。

これは44年振りの抜本的な改革でありますし、当時のマスコミからも「投信改革元年」

と言われるぐらい画期的なものであったというふうに思っております。蠟山座長からは、今から思えばビッグバンを先取りしたものではないかというふうに後ほど言われたこともございます。

(1) 運用規制等の抜本的緩和

基本的な内容はいくつかございますが、まず第一には、運用規制等の抜本的緩和であります。当時、投資信託の運用手段としてはいろいろな規制がございました。例えば、先物・オプション取引はいけないとか、コール資金への運用も無担コールはダメで有担コールしかいけないとか、非常に細かい運用規制が通達によって決められていたわけでありまして、そうしたものをほぼ完全に自由化したわけでありまして、私もびっくりしたのですけれども、例えば、無担コールにも運用を認めてもいいのだということで規制緩和をしたことによって、投信の資金が有担コール市場から大量に無担コール市場に流れました。規制緩和をした後、実は日本銀行からだいたい文句を言われまして、「そんなことを勝手にやったのですか」というふうに言われたのを今でも覚えております。当時、私どももそれほど大きな影響が出るとは思わなかったのですが……。この運用規制の緩和によって、例えば、外資系の投信会社からは世界中の金鉱株だけに投資をする世界の金鉱株ファンドだとか、いろいろな新しい商品、あるいはデリバティブを活用するような商品が実際売り出されましたので、相当大きな効果があったのだらうというように思います。

(2) ディスクロージャーの充実・運用成績の公開

次に、そのように運用規制を緩和するわけでありまして、当然のことながら、今度は投資家サイドに立ってディスクロージャーの充実というものが大事になります。そのため、ディスクロージャーの充実と運用成績の公開に向けていくつかの改善措置を講じたわけでありまして、運用が自由になっていけば、当然のことながらその運用方針について投資家に知っていただかなければいけないということで、受益証券説明書、あるいは運用報告書にその運用方針の記載を義務づける。また、運用成績の公開ということをやつてもらう。その一環として、平成7年2月から各社1～2本代表選手を出してもらってパフォーマンス、つまり運用成績を公開してもらうという制度を導入していったわけでありまして、いままでももちろん運用成績というのは公開されていたわけでありまして、ファンドの数が非常に多いということもあって、投資家から見れば非常に利用しづらかつ

たわけでありませけれども、それを1つの試みとして特定の投資信託の運用成績を公開する仕組みを制度化したというのが1つの大きな特色ではなかったかというように思います。

(3) 公正取引ルールの整備

また、いわゆる証券会社による短期売買、つまり短期間でどんどん回転売買させることによって手数料を稼ぐといったような不公正な取引を禁止するという形での公正取引ルールの整備も行いました。

(4) 新規参入による競争の促進

もう一つ、投信改革の4番目の柱として、投信市場に新規参入をどんどん認めていこうということがあります。前任者の段階で、投信会社の免許基準がずいぶん弾力化をされまして、投資顧問業からの参入が既に可能になっていたわけでありませ。そうした投資顧問業からの投信業界への参入だけではなしに、平成7年2月の投信の改革に併せて、投資一任会社の投信参加の他に、投信会社の投資一任業務への参入、あるいは投資顧問業との合併を容易にする、そういった新規参入による競争の促進のための免許基準の弾力化を図ったわけでございます。これによって、合計12件の免許が新しく付与されたということになります。

私の在任中に投信会社の免許は最終的には14件参入が新しく認められているということで、その投信改革の1つの柱の新規参入による競争の促進という点でもそれなりに効果が上がってきたのではないかとこのように考えております。

3. 公社債市場の整備

その次に大きな3つ目の柱として、公社債市場の整備について申し上げたいと思ひます。これは私が局長に在任していたときに、先ほど申し上げた投資信託の改革と併せてかなりドラスティックに改革を行ったというふうに思っている分野でございます。

(1) 発行市場の改革

公社債市場の改革といつても、発行市場と流通市場の両方の整備が必要になります。まず1点目に発行市場の改革について申し上げたいと思ひます。

公社債の発行市場については、通達行政の典型的なものだったと思いますけれども、いわゆる「諸規制、諸慣行」と言われておりましたものがいくつかございました。例えば、償還期限は7年でなければいけないとか、あるいは利子は固定利息でなければいけないとか、これはプレーン・バニラと言っておりました。この「諸規制、諸慣行」の最たるものが「適債基準」であったわけであります。適債基準の基本的な考え方というのは、社債を発行する企業は優良企業に限るということでした。それに併せて商法、社債法では、社債の発行限度として自己資本の2倍に限るというような規制もございました。この「諸規制、諸慣行」というのは非常に不透明であって、これを弾力化、自由化をしていかなければいけないのではないかという議論はずいぶん前からございました。こうした「諸規制、諸慣行」の存在によって実際には本邦企業の国内の起債割合は5割を切ったこともございました。つまり、ほとんどの企業がこうした規制を嫌がってユーロ市場に逃げていったわけがあります。そういう意味で、社債市場の空洞化を避けるためにも、「諸規制、諸慣行」の緩和・撤廃はだんだん強い声になっていったわけがございます。

① 商品性の自由化

そうした声に応えるべく、まず、商品性の自由化が行われました。平成5年10月に商法の改正が行われて、まず、先ほど申し上げた自己資本の2倍という社債の発行限度が撤廃されました。平成5年11月にいわゆる5年社債というものが自由になりました。これは、長信銀の発行する金融債との競争を避けるという意味で、5年ものの社債はそれまでは発行が認められていなかった。認められていなかったということも明確な基準があったわけではないのですけれども、事実上発行されていなかった。したがって、6年もの、7年もの、あるいは場合によれば4年ものの社債しか発行されていなかったが、平成5年11月に5年ものの社債の発行が認められるようになりまして、これによって、償還年限による制限がなくなったわけであります。

次に、平成6年3月に元本と利子の建値というか、通貨を変えるデュアル・カレンシー債という新しい債券の発行を認めることにいたしました。デュアル・カレンシー債はいわばデリバティブを使ったいろいろな債券のはしりにおそらくなっていたと私は思っておりますけれども、同時に6年4月から先ほどの固定金利ではない変動利付債というのものも自由化されました。いずれにしても、平成6年度までに商品性の自由化はほぼ完了したとあってよろしいかと思えます。その結果、平成6年度の本邦企業の国内発行割合は85%に

なりました。一時、5割を切っていた国内起債割合が85%に戻ったということで、やはりこの商品性の規制というのが国内の社債市場の非常に大きな制約になっていたとあってよろしいかと思えます。国内の発行割合は平成7年4月以降ですと9割を超えておりますので、ユーロ市場との競合は、いわゆる条件による競合というだけになっていったというふうになるのだらうと思えます。

② 適債基準・財務制限条項の設定義務の撤廃

この社債発行市場の改革のもう一つの大きな柱が、先ほどちょっと申し上げた適債基準と財務制限条項の設定義務を撤廃したことでございます。社債が発行されるようになったときの商法の考え方は、有担保が原則でしたけれども、1979年から無担保の社債、無担保債が導入されました。無担保社債を導入するときに、いわば投資家保護の観点から適債基準や財務制限条項ができて、この財務制限条項というのは、例えば、資本金がいくら以上の企業でなければ社債は発行できないとか、そういった意味での条件でありますけれども、それを投資家保護の観点から、無担保債導入の条件として導入されていったということになるわけでございます。

先ほど申し上げた国際化の流れ、あるいは国内における政府部内での全体としての規制緩和の流れ、そういった考え方に沿って適債基準、財務制限条項についても撤廃の方向に踏み切るべきではないかというふうに考え、関係者との調整に入っていったわけでありませう。

この適債基準等の社債の関係者は、例えば、発行体である企業、受託機関である金融機関、売買を司る証券会社、それを購入する機関投資家、あるいはそれをどう評価するかという格付け機関など非常に多い。なおかつ、これを撤廃、緩和するとなれば商法との絡みが当然出てまいりますから、いわゆる学識経験者でも証券関係だけでなしに商法の関係者にもアプローチをしていかなければならない。そういう意味で非常に関係者が多くて、これを1つ1つつぶしていったのでは何年かかるかわからないという状況でございました。そのようなことから平成7年1月に全く新しい試みではあるのですが、当時私は「パブリック・ヒアリング」と言いましたけれども、公聴会を開きまして関係者の代表にすべて一堂に会してもらいました。関係者がそれぞれ相手側のどういう声にどう考えるか、それを全体としてどういう方向へ持っていこうかと、それぞれの立場から考えてほしいということで一堂に会して、普通こういう公聴会ですと自分の意見だけ口述すれば帰ってしま

うのですけれども、この際は、1日大蔵省に缶詰めになっていただいて、それぞれの関係者の意見もすべて聴いていただいて、最終的にどういう方向で持っていくのがいいのかというコンセンサスづくりに役立てようとしたわけであります。そういう意味では、従来の私どもの行政のやり方としては違っていたのかというように思いますけれども、全体として、自由化の流れに対するアレルギーが減ってきていたということもございまして、コンセンサスを得ることができた。その内容を平成7年3月に公表したわけであります。

まず1つは長年続いた適債基準を撤廃し、社債発行の自由化を図る、2点目が財務制限条項設定の義務付けを撤廃いたしまして、今後はもし何か投資家との間で条件をつけるのであれば、それはいわゆる財務制限条項という入口で、発行主体を制限するのではなくて、投資家との特約を結んだ場合にはそれをディスクロズしてもらうという形に変えていく。つまり、「財務上の特約」を結んだ場合には当時者間で自由に定められるけれども、それはディスクロズしてもらうのだという方向に変えていったわけであります。同時に、投資家保護の観点から、財務制限条項に代わるもの、「財務上の特約」を結んだ場合にはディスクロズと併せて、それと同時に格付けもディスクロズしてもらうという形にしたわけであります。

そういう意味で、この平成7年3月の方針は、従来の適債基準、財務制限条項の義務づけといったものを撤廃し、その格付け、あるいは当事者間の契約を重視する、同時に発行主体を主体で制限するということではなしに、あとはマーケットに任せていくという、そういう考え方の抜本的な改革になったわけであります。これの実施は8年1月ということで、私自身はちょうどこの実施のときに辞任したわけでありますけれども、この改革自体は関係者が非常に多かったわけでありますけれども、何とかコンセンサスを得ることによってこうした抜本的な改革ができたのは非常によかったというように私自身も思っているところでございます。

(2) 流通市場の整備

公社債市場整備の2点目が、流通市場の整備ということであります。当然、社債の場合ですと発行市場と流通市場が当然あるわけで、両方が自由に動いていくというのが望ましいわけでありますけれども、この流通市場については非常に大きなネックがございました。

① 社債の受渡し・決済制度

当時の社債についての基本法としては社債登録法というのがありました。これは商法の特別法であります。片仮名の法律で、そもそも社債の登録という文字から見ましてもわかりますとおり、「流通」を前提としていないと言っても過言ではなかった。なおかつ社債の登録機関は大半が金融機関、それも特定の金融機関に偏っておりまして、いわゆる社債登録制度をいじるとなれば、金融界と証券界との業際問題を惹起するという難しさがございました。同時に、社債法の基本法でありますから、いわゆる商法学者はそれに対する思い入れがあって、これを法制審で動かしていくとなれば、おそらく相当時間がかかってしまうということも十分予想されたわけでありまして。そんなような非常に厳しい状況であったものですから、本件については、社債の受渡しや決済制度について社債法の改正をしない形で何か改善策がとれないかということで臨むしかないのかということで踏み切っていたわけでありまして。

まず、平成5年10月に「格付をめぐる市場懇談会」というのが、実は実務者レベルの会合として既に設けられておりまして、その格付の問題を中心とした社債市場の懇談を図るという場で、事務局が経団連であったのですけれども、そういう場がありましたので、その「格付をめぐる市場懇談会」第2作業部会というところで実務者による検討の開始をお願いしたわけでありまして。そこでは、最終的には現行制度を改善する案、これは主として金融機関の方から出されました。証券界は振替決済制度を導入すべきであるという意見が大半でありました。両者の間の中間的な当面の改善案といったものが議論されたわけでありまして。実務者レベルということもありまして、この点については意見が一致しませんでした。そのときに、これも行政の進め方としては少し乱暴だったのかと私自身思っておりますけれども、事務局が経団連であり、実務者レベルであり、それから法務省との関係もなかなかスムーズにいかない、という場で議論を進めていってもラチがあかないということで、意見不一致のまま平成7年3月にこの「格付をめぐる懇談会」での議論を打ち切って、「今後適当な場を設けて検討を行う」ということで、ちょっと乱暴ではあったのですけれども、一応店仕舞いをしてしまったわけでありまして。

それで、平成7年7月ですからちょうど4か月たったときに、「社債受渡し・決済制度研究会」ということで、座長にまた蠟山先生をお願いし、証券局長の私的な諮問機関ということでそういった研究会を設け、しかも実務者レベルではなくて、少しレベルを上げて大所高所から議論ができるようにしよう、法務省の関係者にも入ってもらって、そういった

形で議論を進めようということで「社債受渡・決済制度研究会」というものを設けたわけ
であります。そのときの基本的な進め方としては、1年かけて平成8年の前半には何らか
の形で結論を出すということで、私が最初に申し上げたのでありますけれども、平成7年
末、つまり平成8年の初めに私は局長を辞任いたしましたので、この研究会の実際の切り
回しは後任である長野局長にお願いをしたわけであります。長野局長の時代になって、こ
の研究会での意見がまとまり、新しい決済制度の仕組みができたというふうに伺っており
ます。

② 債券貸借市場の整備

社債の受渡し・決済制度に比べますと、それほど大きいものとは私自身思っていなかつ
たのですけれども、実務者からは割合評価が高かったものに、債券の貸借市場の整備がご
ざいます。これはかなり技術的で私自身も今ここで説明を申し上げるのにどこまで正確に
できるかわかりませんが、債券貸借市場というのは平成元年5月に創設をされました。
その趣旨は、債券の空売りをした証券会社はその決済日に空売りした債券を保有してい
なくても、そのときに市場から債券を借りて受け渡すことを可能にした制度でございま
す。実はこの債券貸借制度はあまりワークしていなかった。特に、税務当局と銀行局との
調整で非常に大きな制限がありまして、市場から証券会社が債券を借り入れる場合に担保
がいるわけでありましたが、現金の担保を差し入れた場合の金利について付利制限がござい
ました。これは確か私の記憶では有価証券取引税がかからない現先取引とを区別するため
に、付利制限というものが国税庁との間で設けられていたというふうに承知いたしてお
ります。ただ、実際問題として、この付利制限というのは金利がどんどん下がっていく過程
においてはあまり意味がないということもありましたので、そういったことをテコに付利
制限を撤廃していこうということで関係者との調整に入ったわけであります。同時に、確
か担保金の額が貸借対象債券の時価の105%を下回らないとか非常に細かい制約が銀行局
との間でずいぶんございまして、これも何とかしようと議論を始めました。この点につい
ては、私自身は債券貸借市場の現金担保に絡む規制の撤廃というのがどの程度効果がある
のか、規制緩和の効果がどれだけ上がるのか、踏み切った段階ではそれほど期待をして
いなかったわけでありますけれども、平成7年9月に経済対策に付利制限を撤廃するとい
うことがうたわれ、それが実現していった過程で証券界からは我々が思っていた以上に実現
してよかったという高い評価をいただいたのは、私自身予想外であったと思っているわけ

であります。

③ その他

流通市場の関係ではあといくつかの点について申し上げてみたいと思います。

1つは、国債の決済方式ですが、いわゆる5—10日決済ということで、日本の国債の流通という点で見れば、5日あるいは10日の5—10日決済というのは不自然な姿で、国債の決済制度としては世界に恥ずかしい制度であったわけでありまして、これについて関係者間の合意が得られてローリング方式に切り換えていったわけでありまして、これは平成7年11月に決定いたしまして、確か平成8年9月に実施に移されたというように聞いております。

もう一つ、流通市場の関係で、かなり効果があるものと思われるのがいわゆるコマーシャルペーパー（CP）の発行要件の緩和の問題であります。これも業際問題の一環としてCPの発行要件については、例えば、償還期間は2週間以上1年未満とか、非常に限定があり、また、CPを発行できる主体、企業が、これは先ほどの社債の適債基準と同様に、例えば、A2格といいますか、いわゆる格付が非常に高いものでなければ発行できないとか、そういったいくつかの規制があったわけでありまして、このCPについては平成7年10月に償還期限の規制緩和、2週間未満のCPの解禁に踏切り、先ほど申し上げた適債基準に見合うような発行主体の制限についても7年12月に緩和を図ることにしたわけでありまして、私自身は、今議論されているSPCの議論もこういったものからだんだん議論が進められていく過程の一助になったのではないかとこのように思っております。

4. 規制緩和・手続の簡素化

大きな柱として4点目に、いままでもずいぶん触れておりますけれども、規制緩和・手続の簡素化という大きな柱として申し上げておきたいと思っております。

これはいままで申し上げた市場の活性化のいろいろな措置、あるいは投信の改革、公社債市場の改革、それぞれがすべて規制緩和・手続の簡素化に結びついているわけでありまして、それらは当然、当時の政府部内の1つの流れ、規制緩和の流れに沿うものであったことはいまでもありません。それと同時に、私自身、いまでもマーケットに不必要ないろいろな形での規制があったのではないかと、あるいは私どもの知らない、もう

自由になっていると思われながらも実際には当事者、例えば、証券会社自身が「これはまだ規制があるのではないか」というように誤解をしているものがずいぶんあるのではないか、あるいは証券会社自身がマーケットの低迷を受けて非常に業績が進まない、そういう状況の下でリストラの努力をやっているわけでありますから、そういう証券会社のリストラ努力に少しでも役に立つように規制を緩和していくべきではないか、そのような考え方から、実は着任早々からこの規制緩和・手続きの簡素化には積極的に乗り出していこうと思ったわけであります。

ただ、残念なことに一体何をやっていいのかがわからないということもあって、証券業協会、あるいは当時また証券団体協議会というのがございましたが、その両方の団体に証券界としてどういうものを簡素化してほしいのか、あるいは緩和してほしいのかということで要望をとりまして、その中からできるものについて順次自由化をしていこうというようにしたわけであります。

そのときの考え方は4つございます。

(1) バブル崩壊後、マーケット維持のために強化された規制の緩和

一番目はバブルが崩壊した後マーケットが低迷をした、それを維持するために何となく押さえ込む、マーケットを維持するために規制を強化するという形で課せられていた規制については順次緩和をしていこうということであります。これは、例えば、先ほど申し上げた時価発行増資、あるいは新規公開、あるいは先物取引についての規制の緩和、そういったものはこの考え方から出てきたものであります。

(2) 証券会社の業務規制緩和

次に、証券会社のリストラ努力に行政としても少しでも応えようということで、証券会社のいわゆる業務規制についてはできるだけ緩和をし、撤廃をしていこうということにしたわけであります。

一番効果があるように思われたものは、投資家に対して毎月作成して郵送する取引報告書の規制緩和でした。取引報告書の中で、投資家保護の観点から特に問題のないもの、例えば、財形の関係で全部証券会社に委託しているものは何も投資家はいちいち毎月報告をもらわなくてもいいわけでありますので、そういった投資家保護の観点から問題がないものについては毎月報告をしなくてもいいという法律改正を、先ほど申し上げた自社株の関

連でインサイダー規制の強化を図る法律改正の中にちょっともぐり込ませて、規制緩和を図ることにいたしました。私の聞いた限りでは、これによって、当時は証券界全体で数億円のコストダウンが図られるということでありましたから、それなりに非常に大きな効果があったと思っております。

また、業務規制の緩和では、例えば、配当規制をやめるとか、あるいは支店設置についていろいろ規制がありましたけれども、それを緩和するというふうに踏み切ったわけでありまして。

(3) 公正取引確保のための規制緩和

規制緩和の三番目の考え方は、公正取引を確保するために設けられていた規制について、本来の制度の趣旨に合わないものは世論の動向を見ながら緩和をする。したがって、公正取引確保のための規制でありますから、やみくもにそれを自由にしようというわけにはいかないわけでありましてけれども、本来の制度の趣旨に合致しないもので世の中から見ても「なるほど、そうではないか」というものについては緩和をしていってもいいのではないかとということで踏み切ったわけでありまして。先ほど申し上げた店頭特則市場における新規公開の株式を1人5,000株に限るという「5,000株ルール」について適用しないといったものはそういった考え方に立っているわけでありまして。

(4) ディスクロージャーの充実

四番目は、手続きの簡素化・規制緩和を図ると同時に、投資家保護の観点からはディスクロージャーの充実を図っていかねばならない。したがって、ディスクロージャーの充実という観点からは、ある意味では少し制約が増える面がある。それは覚悟してもらわなければならないだろうというふうに思ったわけでありまして。例えば、投資信託については、先ほど申し上げたように運用を自由化すると同時に、その反面、ディスクロージャーについては十分配慮をしてもらうという考え方に立ったのはこうした考え方によるものであります。

先ほど申し上げたように、各種のいろいろな要望を各界から取り寄せて、それを順次実施をしていきました。もちろん、規制緩和推進計画というのが折りに触れて内閣で策定されておりましたし、日米のいろいろな対話、円ドル、先物取引に関するダイアログとかの日米協議の場でも折りに触れていろいろな規制緩和の要求が出てくる、そういった流れ

を先取りしながら自分たちの望ましいと考えるものについては、できる限り早く順次実施していこうということで、平成5年9月、12月、平成6年7月、平成7年3月の規制緩和推進十画、平成7年9月の経済対策、更に平成7年12月には、各種取りそろえたものの新聞発表するというので、何回かに分けていろいろな形で規制緩和を図ったわけでございます。今から思えば、こう1つ1つ順次にやるのではなくてビッグバンみたいに思い切ってどんどんやればすんでしまったのかもしれませんが、全体の流れの中でマーケットの状況を見ながらこのような規制緩和、自由化を図っていったということになるわけがあります。

〔山口〕先ほどの、通達ではない規制があると信じられていたものが、通達ではっきり書いてあるもの以外はないのだという宣言をしたことがあったね。

〔日高〕それは平成5年9月に、各界から取り寄せた項目の中から「まず第1弾」として100項目ぐらいの規制緩和を行いました。そのうち30項目ぐらいは「もう規制をしていない」のに、「やめてくれ」といわれたものでした。「もうそういうことをやっていませんよ」ということが周知徹底されていなかったわけで、単に新聞発表するだけでは全部が全部なかなか周知できないということで、私の名前で証券会社の社長宛に直接送って、「こういうことは今はもうやっていないんですよ」ということを明らかにしたわけがあります。そのときよく言われましたのは、証券会社の社長に証券局長名で手紙が行く、普通は大体ろくなことがないということだったのですが、そういった手続きの自由化、規制緩和の手紙だったので非常に喜ばれたというように記憶しております。

5. 証券関係税制

5番目の大きな柱として、証券関係税制についてまとめて申し上げておきたいと思えます。これはおそらく歴代の証券局の人間、それは局長ならずとも、一番税制の問題の扱い、特に有価証券取引税の扱いが一番悩ましい問題であったのではないかと思います。与党も含めて、外から見れば当然のことながら大蔵省は一体、証券局も主税局も当然大蔵省の中なのだから意見を一致させて持ってこいということで、党の税調などでは言われるわけがあります。他方で、証券界からは証券界の意向を各界に伝えて、是非実現を図ってほしいと強く期待されている、しかし、主税局との折衝といってもなかなか難しい。特に有取税のような大きな話になってまいりますと、証券局と主税局との間で意見がなかなか一致す

ということはないわけで、それをどういう形で実現をしていくかというのは非常に悩ましい状況であったわけであります。私は、有取税については着任早々すぐに主税局と戦争し、動き出すのはちょっと難しいのではないかということで、まず、最初にできるものから主税局の方をお願いをしていこうということで、平成6年度については先ほど申し上げたみなし配当課税についての特則を作っていました。

平成7年度については、やはり有取税を私自身が与党に働きかけるという状況でもなかったものでございますから、主税局でお願いをしたのは、いわゆる印紙税の非課税措置の延長、これは延長ですからそれほど難しい問題ではなかったのでありますけれども、非課税措置の対象範囲を少し拡大してもらうことと、もう一つは、先ほど申し上げた日経300指数を推進するための投信についての特例措置、これを1つの目玉としてお願いをしようということで実現したわけであります。例えば、租税特別措置の新設というのは、通常はスクラップ・アンド・ビルドでやるというのが主税局の大原則ですから、6年度のみなし配当課税の特則とか日経300指数の関連の特別措置とか、そういったものはスクラップなしに認めてもらったわけですから、私としては非常に評価をしていいのかなと思っているわけであります。しかし、証券局長を2年間やりまして、私も長くなってまいりまして、8年度の税制改正というときに、マーケットは特に7年度の後半調子よくないということもあって、有取税を何とかすべきだという声が非常に強くなってまいりました。

このときにはさすがに、私も、表立って動かなければ証券局として立っておられないのかなということもあって、もちろん主税局には仁義は切りましたけれども、少し与党の税調の関係の方々に、証券局としても有取税は何らかの形で軽減をお願いしたいということで強く働きかけたわけであります。

そのときはもちろん党税調の最後の大詰めまでいったわけであります。非常に難しかったのは、有取税を軽減するのであれば、当然、取引の活性化のためには業界も自由化に踏み切らなければならぬはずだということを主税局が主張する。先ほどちょっと申し上げた大口の株式の売買手数料、大口部分しか自由化されていないけれども、株式の売買手数料にも自由化の道を開くべきではないかということが1つ。

もう一つは、従来の国会答弁等の関係で、有取税を軽減するのであれば、キャピタルゲイン課税を見直す、税の世界からみれば当然今のキャピタルゲイン課税は、一種の分離課税で非常に軽減されている、それを有取税の軽減に合わせてキャピタルゲイン課税については何らかの形で強化する。これがセットでなければ主税局としては、逆に自分たちのい

ままでの主張に齟齬をきたすという強い主張があったわけでありませう。

与党の税調の大詰め段階で主税局からは有取税のほぼ約3分の1の軽減とキャピタルゲイン課税の一部強化、これがセットで提案されてまいりました。売買手数料の自由化の問題は今は無理ですよということで、これは与党の先生方にも理解していただきましたが、最終的に大詰め提案されたのは、今、申し上げたキャピタルゲイン課税の強化とセットになった有取税の軽減であったわけでありませう。

証券界の意向としては、片方は嫌だ、軽減だけやってほしいということは明らかである。しかし、与党の税調の中での議論を経て、私どもに提案されてきたわけですから、与党の税調としてはこのセットしかないのだということでありませう。それを証券界が呑むか呑まないか、証券界の意見を聞いてほしいと、当時の与謝野政調会長代理から私に直接電話がありましたので、「それでは、ちょっと聞いてみます」ということで急きょ大詰め夜遅く、もう深夜に近かったと思いますが、証券界の代表、協会の幹部の方々、中小の代表の方々にも集まっていただいて、こういうセット案が出てきた、これを呑むか呑まないかは証券界の判断だということと与党の方は言っています。私自身の意見を言う前に、まず証券界で議論してほしいということで、おそらく皆さん方もびっくりされたと思いますが、証券局室を開放して皆さん方だけで議論してくださいと言って、私ども局長以下全員の部屋を出て本当に自由に議論していただいた。

いろいろな意見の交換があったと思いますけれども、最終的に証券界としての意見統一は「キャピタルゲイン課税は困るけれども、どうしてもセットということであるのなら、もう一段有取税の軽減幅を増やしてほしい」というものでした。それを最終的に証券界の意向ということで主税局長にも伝え、与謝野先生にも伝えて、これで何とかならないかということで、最後、少し小幅ながら有取税の軽減幅が拡大された形でセットされたわけでありませう。

最終的に有取税の主な税率が0.3%が0.21%になりました。キャピタルゲイン課税は、いわゆる分離課税の税率1%が1.05%ということということで、わずかに強化されたということでありませう。

証券界はキャピタルゲイン課税が強化されたことに対して、もちろん非常に不満があったと思いますけれども、私は、最終的にネットで650億円の減税ということであれば、マーケットに対する効果は非常に大きなものがあるだろうということで、あの段階では税務当局もよく踏み切ってくれたのかなと考えたわけでありませう。

有取税についてはその後さらにいろいろな議論があったことは、御承知の通りですが、あの8年度の税制改正の段階においては、いろいろな問題がございましたので、あそこで650億円のネットの減税というのが、逆に言えばよく踏み切れたかなというふうに思っているところがございます。

〔山口〕 証券界は非常に評価したよね。

〔日高〕 そうでしょうね。

〔山口〕 本当は……。

〔日高〕 「よかった」とはなかなか声に出なかったということだと思いますけれども。

6. その他

最後にその他の問題として、2、3申し上げてみたいと思います。

(1) デリバティブ

まず1つはデリバティブについて申し上げてみたいと思います。

ちょうど私が証券局長におりました頃、アメリカでデリバティブをめぐってのいろいろな議論、つまり損失事故が相次いで、それを契機に我が国においてもデリバティブについてのいろいろな意味での関心が高まっていたわけでありまして。一時、円高の一因と言われたこともありましたが、平成6年の段階では、デリバティブそのものについての議論は、「何となくみんなよくわからない。しかし、アメリカでもいろいろ損失事故が出ていて、日本の金融機関にも損失が出てきているので、何となく物騒なものだ。これを何とかしないといけないのではないか。」という漠然としたものではなかったのかなと思います。

平成6年の7月になって、やはりデリバティブについて放っておけない、少し議論を進めていかなければいけないだろうということになった。しかし表に打って出るには、私どもの基本方針がはっきりと固まっていなかったということもありますので、平成6年7月に、まず局内でチームを組んで少し勉強してみよう、勉強する内容は「デリバティブについてのリスクをどう管理するか」、「デリバティブについての会計基準をどのように進めればいいのか」、「ディスクロージャーをどう考えるか」、「マーケットにおけるデリバティ

ブの不正取引をどう管理していくか」、あるいは、当時、デリバティブ特に刑法の賭博罪との関連でいろいろな議論がありましたので、そうした法制上の問題、証券取引法上の位置づけ、そういったものについてどういう問題があるか、それについてまず局内で意見をまとめていこう、議論していこうということで、平成6年7月にプロジェクトチームを作って勉強してもらいまして、平成6年8月に、プロジェクトチームのとりあえずの結論を証券局の考え方として公表いたしました。公表した場合は代表者研修という、各証券会社の社長が集まる研修が毎年夏に行われておりましたが、その代表者研修の場において、証券局の考え方を明らかにしたわけでありませう。

そのときの考え方の要点は、1つは我が国のデリバティブ取引は、金融機関の行なう金利関連、あるいは通貨関連のものが非常に多い、金利デリバティブ、通貨デリバティブがいわば中心である。

2つ目は、証券会社は、金融機関ほどではないけれども、活用している。デリバティブ取引を行なうに当たっては適切なリスク管理が必要である。

3つ目は、金利や通貨に関連するデリバティブでなく、証券、株式に関連するエクイティ・デリバティブ、エクイティ・スワップと呼ばれておりますが、エクイティ関連のデリバティブは証券取引法上、若干法的に問題があります。それは特に証券取引法201条というのがありまして、市場の外における差金決済の取引というのは違法であるということになっております。そのために、その当時の証券法上の考え方が、例えば先物取引などは証券法上ははっきりと「こういったものは行なって良い」と規定しており、今、申し上げた市場外取引の禁止といった201条のやや例外規定として位置づけておりましたので、それに読み込めないようなエクイティ関連のデリバティブは証券法上問題にがあるということをお願いしました。

したがって、こういったいろいろな問題があるので、基本に立ち返って、今後、証券局としてもこの問題について積極的に勉強していきたいという方針を明らかにしたわけでありませう。

他方、日米金融サービス協議、5年9月以降、先ほどもちょっと申し上げましたけれども、先物取引についてのいろいろな論議が日米の実務者レベルで行われておりました。当初、私どもは、アメリカからは当然のことながらデリバティブの自由化が言われるのではないかと予測をしていたわけですが、たまたまちょうど日米金融サービス協議が始まる頃から、特に有名になりましたのはカリフォルニア州のオレンジ郡という地方公共団

体がデリバティブに失敗して多額の損失を出したということから、やはりデリバティブについても野放しの自由化はいけないのではないかという意見がおそらくアメリカの中にも生まれてきたのだらうと思います。日米協議におけるアメリカ側の主張はだんだんとトーンダウンされてきて、平成7年の2月に決着したときには、中間は省略いたしますけれども、「日本の政府はデリバティブについて広範な諸問題を引続きレビューする」という、非常にありきたりな文章で、日米協議が終わったわけでありませう。

ところが、ちょうど時を同じくして平成7年2月に、先ほどもちょっと申し上げたベアリング事件というものが起こりました。これは山口理事長にもいろいろご迷惑をおかけいたしましたけれども、簡単に申し上げますと、イギリスの老舗のマーチャント・バンクであるブラウン・ブラザースのシンガポールの子会社が、日経225先物と日本の国債の先物取引の失敗で、当時の金で、5億ポンド約790億円を上回る損失を出したために、ブラウン・ブラザースが財産管理手続を開始したというイギリスの中央銀行の発表が7年2月27日にあったわけでありませう。財産管理手続を開始したというのは、日本で言えば清算手続を開始したという意味に当たるわけでありませうけれども、要するに一言で言えばブラウン・ブラザースは、シンガポール子会社のデリバティブ絡みの損失によって倒産したということでありませう。

最終的にブラウン・ブラザースの問題は、1週間後ぐらい後の平成7年3月6日にオランダのINGという会社を買収をした結果終息いたしました。

実は日本の金融機関も、ブラウン・ブラザースには、ちょっと金額は覚えておりませうけれども、数百億円のオーダーで貸し込んでおりませうして、それがまずどうなるかという問題はありませんでしたが、最終的にはINGの買収によってそうしたものはちゃんと回収いたしますか、穴を開けずにすんだということではホッとしたという面はございませう。

もう一つの問題は、当然、取引所における上場商品が対象になっていたわけでありませうから、日本の取引所におけるこうした失敗が日本の投資者にどういう影響を与えるか、そういったような問題もずいぶん議論されたわけでありませうけれども、先ほど申し上げた、いわゆる一定の範囲を超えて値動きがあればその取引は停止するというサーキット・ブレーカーとか、そういったものがうまくワークして、日本の市場に対する影響もそれほど大きなものがなかった。これは非常によかったなと思ったわけでありませう。

ただ、このベアリング事件をきっかけとして、これはおそらく日本だけでなしに、アメリカもそうだったと思ひますけれども、デリバティブの危険性というものが再認識されて、

デリバティブについてはリスク管理の充実、あるいはディスクロージャーの徹底というものが必要だろうというようになっていったのだろうと思います。

デリバティブについてしっかりみなければいけないというようになると、おそらくバブルが弾けた後の先物取引規制と同様に、まずそれを抑え込んで、いろいろ規制を強化することによってデリバティブが行われないようにするという従来型の規制強化の方向・考え方もありえたとは思いますが、今、申し上げたようにデリバティブは、やはりメリット、ヘッジ手段としての効果もあるわけですし、これからの金融市場においてこれを否定するというわけにはいかないだろうということから、私としては、このベアリング事件の後、デリバティブについてはリスク管理を充実させること、ディスクロージャーを徹底させることによって対処していくべきではないのかと考えていったわけであります。

その結果、必要な自己資本比率をめぐっての省令の改正とか、いくつかの手当を講じました。ディスクロージャーについては、平成7年の4月に企業財務課長の私的な勉強会として「デリバティブに係るディスクロージャーのあり方に関する研究会」というものを発足させ、平成8年2月、これはもう私が退任した後でありますけれども、報告書が出されたと聞いております。

いずれにしても、今、申し上げたような考え方から平成7年11月に証券取引審議会に「デリバティブ部会」、(このときもまた蛸山さんに座長をお願いいたしましたけれども)設置いたしまして、デリバティブについて積極的に議論を進めていこうと踏み切ったわけであります。この証取審の議論、あるいはそれを受けての措置については、結果として後任者に譲らざるを得なかったということでございます。

(2) 個別事案

その次にその他の2番目の問題として、個別事案についてちょっとだけ申し上げておきたいと思います。

バブルの後、証券市場が非常に低迷が続けたということもありまして、私が証券局長に就任しましたときの証券会社の経営状況は非常に悪かったわけであります。国内の一般証券会社の経常利益が平成5年3月期に3年ぶりに赤字になりました。平成6年3月期はやや黒字になりましたけれども、平成7年3月期にはまた大きな赤字ということで、証券会社の経営状況は非常に悪かったわけであります。

そういう一般的な経営状況の悪化という中で、私が局長になってすぐにコスモ証券の間

題が発生したわけであります。これは、平成5年8月でありますけれども、大阪の中堅証券会社であるコスモ証券が、いわゆる「飛ばし」取引に起因する簿外取引による臨時損失によって債務超過に陥りました。これを何とかしなければならないということで、コスモ証券側と大和銀行との話し合いで、債務超過を解消するために780億円の第三者割当増資を行なう、大和銀行がそれを引き受けて、コスモ証券は大和銀行の子会社になるということになった。

私どもにこの話が入ったときに、まず1つは、中堅大手8社の1つでありますコスモ証券のような規模の会社が倒産すればマーケットには非常に大きな悪影響を与えるであろうと考えられた。同時に、救済するところが出てくるのかどうかも全くわからなかったわけですが、この点については幸いなことに大和銀行が救済の手を差し延べようということになりました。今から思えば大和銀行もあの事件の前でありますから経営的にも余裕があるということで、第三者割当増資に踏み切ることができますという申し出があった。

そのときに証券行政としての問題は、もし大和銀行による子会社化というものを認めるとなれば、それは初めてのケース、つまり、銀行の証券子会社というのは、例の金融制度改革の基本方針に沿って、当面は例えば「株式取引は行なってはいけない」という業務範囲についての制限がある。そういう状況の下で、これは金融制度改革法のときの証券取引法の改正の際に、今、申し上げた金融制度改革の特例として確か附則19条だったと思えますけれども、「救済のために合併する場合には、それを認めてもいい」という特例規定が、実はいろいろな紆余曲折があり証券界も一時ずいぶん反対した規定ではあったのですが、証券法の改正案の附則に入っておりまして、その規定を適用すれば大和銀行の子会社になり得る。ただ、その場合には、既にコスモ証券というのは証券会社であるわけですから、株式の取引を当然認めるということになるわけで、そうなるとまいりますと、他の金融機関から見れば、自分たちの証券子会社は仮に作っても株式の取引はできない、大和銀行だけは、いろいろな歴史的経緯から既に信託業務を併営しておりましたから、それに合わせて大和銀行の子会社だけは株式業務もできるのだという声が出てくることは必至であったわけであります。

他方で、証券界の方からは、当然のことながら、コスモ証券の倒産によって市場が非常に弱くなるのは困るけれども、何も銀行による子会社化という道でなくてもいいのではないか。しかもいろいろ紆余曲折のあった救済の場合の特例を適用するというのは問題ではないかというふうに言われることも必至であったわけであります。

ただ、最終的には、コスモ証券の置かれた立場、会社としての規模、市場に与える影響を回避したい、あるいはコスモ証券と大和銀行が会社としてはもともとは野村銀行というところから発足していった同根の会社であるというようないろいろな特殊事情、そういったものがありましたので、そういったものを総合的に考えて、この特例措置を適用するのもしやむを得ないという大蔵大臣の談話を発表したわけであります。

私も、いろいろ言われるかなと思ったのですけれども、やはり当時のマーケットの状況からみると、そういった特例措置もやむを得ないのかなということで、少なくとも表立っておかしいではないかという議論はあまりなかったのではないかと考えております。

私が証券局長時代に個別の問題として出てきましたのは、あとは三洋証券の再建問題、これについては初めて生命保険からの劣後ローンもお願いしたというようなことがありました。昨年11月の発表の後、正直言って、あのときにお願ひした生保には迷惑をかけたなと思いましたが、当時は三洋証券に対する再建計画の策定と併せてそういった資金手当が必要であったということになります。

もう一つは、やはり「飛ばし」による損失を出して、勸角証券が第一勧業銀行から700億円の劣後ローンを受けたという事件がございました。

いずれにしても、当時の状況は、まだまだ手助けをするところがあったという意味で、今の状況とはだいぶ事情が違うのかなという気はいたしております。

(3) IOSCO東京総会

第19回の証券監督者国際機構の年次総会（IOSCO）が平成6年10月から1週間東京で開かれました。証券界としてこういった大きな国際会議を開くのはもちろん初めてであります。監視委員会が年々オブサバーとして参加しておりましたので、証券局と監視委員会の共催という形でIOSCOの東京総会を開きました。アジアで初めての会合であります。60か国、800名が参加いたしました。

当時、議長として非常に苦労した面もありましたけれども、記憶に残っておりますのは、中国の加盟問題でした。また台北でIOSCOの総会を開くということがそのときに決まりました。東京総会では理事の選任手続とか規約の改正に絡んで、開発途上国の主張が、国連方式といいますか、1国1票方式みたいな形です。いぶんいろいろな主張がされたために、取りまとめにはずいぶん苦労したなという記憶がございします。私自身にとりまして、そういう大きな東京での総会を議長として主催したというのは非常におもしろいといいま

すか、大きな経験だったとっております。

(4) その他 (PKO)

最後に、PKOについて一言だけ申し上げておきたいと思います。

いわゆる簡易保険とか年金、あるいは郵便貯金の資金を株式に運用するという考え方は、実は従来からも限度3割ということで指定単、「指定単」というのは正式には「単独運用指定金銭信託」ということだったと思いますが、3割までという限定付ではありましたが、指定単については株式運用が認められていたわけでありました。平成4年の経済対策を私が総務審議官でまとめるときに、理財局とも相談をして100%まで株式運用が認められる新しい指定単を認めようということで、経済対策に盛り込んで、それが現在まで動いてきているわけでありました。

そのときの議論も最近の議論と同じでありますけれども、公的な資金で株を買うのは、もちろん実際は買うばかりではないのですけれども、プライス・キーピング・オペレーション (PKO)、場合によってはプライス・リフティング・オペレーション (PLO) ではないかということでもいろいろ議論がありました。

私も、総務審議官から証券局長になりまして、このPKOの議論について証券界に申し上げたことを、当時の私どもの考え方として正確に伝えたいということで、実は当時いろいろな証券界の集まりの席でも申し上げたので、ちょっとそれに触れてみたいと思います。

私が申し上げたかったのはいくつかあるのですが、まず1点目はプライス・キーピングというが、証券界自身が株式市場の価格についてそういう言い方をするのはおかしいのではないかと。私自身は、今の株式市場の規模、あるいは外国投資家の存在、あるいは外国の株式市場との関連、あるいは先物市場、先物取引がこれだけ活発化してきている状況の下では、どんなに金を注ぎ込もうともプライス・キーピング、プライス・リフティングというのは行い得ないはずなのであって、PKOというのは一種のイリュージョンにすぎない、それは証券界がみずから自分たちがマーケットを作るのだ、あるいは作っているのだというイリュージョンにすぎないのであって、そういうことを証券界がみずから言うのはおかしいのではないかとというのが第1点。

もう1点は、アメリカの例を引合いに出して、アメリカの大きな機関投資家の一つに年金ファンドがあるように、年金資金というのはこれから高齢化社会の到来を控えて大きな機関投資家になり得るはずである。日本の場合には企業年金もありますけれども、公的年

金のウェイトが非常に高いわけでありますから、そうした公的年金の資金が株式市場に流れてくるというのは、大きな機関投資家が育っていくという意味で本来諸手を挙げて賛成すべきであって、それをPKOというイリュージョンによって困るのだというのは非常におかしいのではないだろうかということを申し上げたわけであります。

証券界も、例えば株価が下落すると、その理由としてよく公的資金の出動がなかったということを言いながら、平成4年のときもその後もそうでありましたが、PKOというような議論が相変わらず取り沙汰される。おそらく最近もそうでありますけれども、私自身は、ネーミングが非常にうまくいったためにマスコミに乗りやすかったという面はありますが、その点は非常に残念だったと思いますけれども、同時に、今、申し上げたように機関投資家として、その代わり、運用については当然のことながら、信託銀行に全部任せるといふふうになっているわけでありますが、そこは公明正大にやらなければいけないわけでありますけれども、機関投資家としてその持つ意味を十分理解していただくことも大事なことと思います。したがって、年度末だけにやるとか、そういうことをやると逆にいろいろな批判をこうむりやすいということで、運用については非常に気をつけなければいけないと思いますけれども、この点については最近の議論はちょっと残念だなと思っております。

以上で私の話を終えたいと思います。

7. 質疑応答等

〔山口〕 ずいぶんいろいろ、一口に言えば規制緩和をやったという感じだけだね。いわば、今、行われているビッグバンの助走期間ということだね。

〔日高〕 ええ。

—昨年11月の総理の発言があった後、蠟山さんと会ったときに、「今回ビッグバンが始まることになったけれども、先物の話とか社債の話、投信の話とか、そういったものはいわばビッグバンのはしりみたいなものであった。」と言ってくれました。大体、彼にずいぶん座長を頼んでいましたから、彼は流れがわかっていたので、彼にそういうふうにも言ってもらったのが非常によかったなと思っています。

〔山口〕 そのときやったにもかかわらず、マーケットはそれを十分に活用していないということだね。

〔 日 高 〕 そうですね。

咀嚼できなかったという面もありますが、やはり、経済自体の低迷というのもあったのだらうと思います。それから、バブルが弾けた後の関係者、それは証券界に限らず機関投資家も含めて、意識が非常にシュリンクしている。新しいものに乗れ出そうという意識がだいぶなくなってきたというの、非常に大きかったのではないかと思います。

〔 山 口 〕 非常に大きいのではないかという気がするね。

それと、勇気と能力も十分でないのではないかという心配がある。

〔 日 高 〕 ええ。デリバティブについては、どこまで能力がついていけるかというところはあるのですけれども、山口銀行局長と話をしたときも、金利絡みとか、為替絡み、通貨絡みのデリバティブというのは、日本の金融機関も遅ればせながら、ずいぶん損ももちろんしましたけれども、遅ればせながらいろいろ商品開発もし、英米の金融機関に伍して動いてきています。

ただ、1つ言えるのは、リスク管理のノウハウがどこまであるのかというところが、そこはまだまだちょっとわからないところがある。

それから、今度ビッグバンで言えば、当然エクイティー絡みのデリバティブも自由化になってくるわけですが、エクイティー関連のものになってきますと、これはどこまで太刀打ちできるかというのは、私自身は自信ありません。

〔 山 口 〕 ベアリングの直後に、B I Sのエディー・ジョージが来たのです。僕は昔から知っているのですが、そのときの話で、要するにリスク管理というのはトップはどっちみちわからないのだ。だから、リスク管理をするそういうシステムを作って、そのシステムに管理させるのが一番いい。だから、最近では、B I Sなんかでもそういう議論でしょう。

〔 日 高 〕 そうだと思います。

〔 山 口 〕 それがちゃんとしているかという……。

〔 日 高 〕 ヤクルトの話なんていうのは、固有名詞を言ってはいけないのかもしれませんが、ちょっと考えられないですね。企業のリスク管理体制が、1人がどうこうということではなくて……。

〔 山 口 〕 大和のアメリカの事件だってそうだよね。その人に任せっきりなんだよ。

〔 日 高 〕 リスク管理体制を何とかしなければいけないのだというのは、今、企業の経営者というのは意識の上ではずいぶん持つようになったと思うのですけれども、じゃあ、それをどのようにやればいいのかというところについてはまだノウハウが蓄積されて

いない。

〔 山 口 〕 エディー・ジョージの言うようなリスク管理システムを作っても、それが務まる人間が育っているかという……。

〔 日 高 〕 デリバティブというのは簡単に言えばゼロサムのゲームですから、誰かが得すれば誰かが損するわけで、それしかないわけです。そうかと言ってデリバティブの活用というのは特にビッグバンの下では当然必要になってくるわけです。しばらくは何となく恐いような気がしますね。おそらく、英米の向こうの企業を相手にデリバティブ取引を行なえば、かなりの損失を押しつけられるリスクは大きいだろうと思います。

〔 山 口 〕 例えば、通貨スワップをやるでしょう、そうすると相手がしっかりしていれば大丈夫なんだ、相手が倒れたら大変なんだね。

〔 日 高 〕 そうですね。最近の動きを新聞などで見ていると、アメリカの金融証券界は大きな合併の方向、ああいう1つの大きな流れの変化があるわけですが、日本はこれから大きな変化が来るわけですから、うまくこなし得るのかというのは確かに心配な面はありますね。

〔 山 口 〕 大きな金融機関とか証券会社が仮に倒れると、そのデリバティブの関係のリスクというのは全世界的に広がってしまうような気がする。

〔 日 高 〕 IOSCOとBISが一緒になってデリバティブについて勉強しようとか、OECDが少しやろうとか、そういう雰囲気が出てきているというのは、やはりだんだん心配になってきているからだと思います。

〔 山 口 〕 そうだろうね。

〔 日 高 〕 ベアリングのときはINGのお陰でそれほど大きな波及効果がでなかったということなのですが、しかし、そうは言っても、心配ではありますけれども、始めたものはもう走り出しているわけですから止まらないわけです。無事に乗り切ってほしいと思いますけれども。

〔 浜 中 〕 今、伺ったお話のほとんどが、証券局は証券行政絡みのこと、企業財務絡みをやって、今、デリバティブが端的に行われて全部企業財務課に関係しているかと思うのですが、ですから、もう1回話してくださいと言うと、同じお話を全部聞くということになるかもしれませんが、いわゆる企業財務絡みということで、この2年半の間のご感想はありますか。

〔 日 高 〕 2つの流れがあって、1つは、金融機関のデリバティブについてディー

リングの分野については時価評価を進めていくということで動きがあったわけです。デリバティブについての証取審の部会を作って議論してもらう1つの目的は、証券界についてもその動きを追従していこうということで、ディーリング業務についての時価評価というのは、あの後、法案を出して通っていますね？

〔山本〕 通りました。

〔日高〕 それが1つの動きです。

もう一つは、企業会計審議会の動き。この審議会には、私もしようがなしに出ましたけれども、実は正直言って話を聞いていても一番話がわからない審議会なのです。本当に企業会計の実務がわからないと、議論に参画できないという審議会ではあるのですが、私がいたときには、企業会計審議会は、例えば有価証券の時価評価の動きとか、あるいは企業年金についてのいわば将来の確定債務の評価の話とか、そういった新しい動きについては、まだ具体的に今やろうというふうには出てきてはいませんでした。

その辺の動きは、ビッグバンとあわせて企業会計審議会も一緒に動かすようになったのですね。ですから、そういう意味では企業会計の方の動きというのは、だんだん動いてはいましたけれどもまだ遅れていた部分があったのだと思います。

もう一つの流れは、先ほど申し上げたIOSCOでの、いわゆる国際会計基準の話があった。IAS（インターナショナル・アカウンティング・スタンダード）については、この間亡くなられた白鳥さんという公認会計士の方がIOSCOの座長もやっておられて、ずいぶん積極的に動かされたのですが、アメリカの動きが非常に揺れていたわけです。国際会計基準に対してはアメリカは一時はアメリカ基準がいいんだ、例えばニューヨークの上場基準も同じですが、アメリカ基準がいいんだというふうにはずいぶん進んでいたのですが、ヨーロッパ、ドイツかイギリスはそれに対して、アメリカ基準では困るということで、日本はどちらかと言えばそちらサイドに与するような、やはり経団連との関係もありますし、企業の会計を国際的な場で急に変えても日本の企業会計システムというのはそう簡単に追従できないわけですから、その両者の対立、意見の相違というものを見ながら、何となくあいまいに差し障りのない形で毎年総会を泳いでいったというのが現実の姿なのだと思うのです。

ところが、そのうちにアメリカはWTOの流れの中でもずいぶん動いて、アメリカの企業会計基準をプッシュする方向に動き出してきているというようなこともありますから、これもやはり少し動いてくるという面はあるのかもしれませんが、私が証券局にい

た間ではそれほど大きな動き、滔々たる流れにはなっていないかというふうに記憶しています。

〔山口〕 いまでもたいていそうだろう。

〔山本〕 当初、IASの議論が早く進むのではないかと見られていたのがちょっと遅れるのではないかということで……。

〔日高〕 またそうになっているんだ。

〔山本〕 ええ。

〔山口〕 やはりアメリカとヨーロッパが対立しているんだよ。

〔日高〕 じゃあ状況はあまり変わらないんだ。

〔山口〕 少しずつほぐれてはいるんだろうけれども。それと企業会計審議会というのは、何か法制審議会に似たような感じがあるね、専門家の綿密な議論を好むね。

〔日高〕 ですから、私のときにやっと議論が外貨建債券債務の会計方法のやり方とか、自分ではよくわからないのですけれども、それをずいぶん長期間議論してやっと出てきたというようなことだったから、そういう意味ではビッグバンで時価評価の話があれだけどんどん進むというのは……。

〔山口〕 異例なんだな。

〔日高〕 画期的なことだと思いますよ、企業会計審議会としても。

〔山本〕 同時に3つも4つも動いておりますので、企業年金で気になるんですね。それから金融商品の時価評価の話。あとは若干専門的なのですが、技術開発費の話とか。

〔山口〕 連結は……。

〔山本〕 大体終わりましたで……。

〔日高〕 税が残っているだけです。

〔山口〕 そうだね。

〔日高〕 しかし、相変わらずマーケットは冴えませんね。私はいまでも株価と為替レートは手帳に毎日付けていますけれども、もう癖ですから。見ても何か冴えませんね。

〔山口〕 出来高が極端に少ないな、今週は特に。1日で半日分しか。イースター休暇のせいもあるのだろうけれども、それは、外人がいなきゃだめだということかということでしょう。

〔浜中〕 先ほどのビッグバンのはしりということにも関わるのですけれども、ビッグバンになると、あまり大蔵省に何でもお伺いを立てるというイメージでない証券会社が

たくさんでき上がってくるというのが当然前提というか、そういう状態になるのかなと思うのですけれども。

〔山口〕 現にそうだよ。

〔日高〕 いままでもそうですよ。私のおきだって、言ってこないですよ。基本的に。

〔浜中〕 申し上げたいのは、行政がどちらかという、銀行局が、護送船団方式というのは「もう十何年前にやめました」と言っているけれども、新聞を書く人たちとか、普通に新聞を読む人たちは「そうだ」と、先ほどのお話で「もう証券会社に対してこういう指導はしていません」という、20種類か30種類ご発表されたという、何かそういうものがいつもついて回るような状況に置かれているような気もするのですけれども。

〔日高〕 護送船団という意味をどういうふうにとるのかにもよるのだと思いますけれども。一番弱者に焦点を当ててというふうにとるのであれば、もうそんな時代ではとっくになくなっていきますよね。ただ、いろいろなしがらみから規制が一部残っていたではないかというのは事実ですから。それを護送船団の手段として使っていたというのであれば、それはだんだん消えていって、行き着く先がビッグバンだったということではないのですかね。

それから、手数料は大変ですね。

〔山口〕 もう始まってしまっているからね。自由化したのは5,000万円超か。そうすると中小などはないんだよ、そんなのは。そうするとみんな「ただにします」と宣言してしまっている、ないからね。そうすると、やはり大手だって外商とか実際あるわけだから、そういうところはなかなかすっきりした対応ができないのではないかね。

〔日高〕 経営的にも大変ですね。

〔山口〕 困るなあ……。

自由化したら、安くなったら、商いが増えるかという全然そうではないんだからね。ただ手数料が減るだけの話で。

〔日高〕 すぐには取引量は増えないでしょうね。

〔山口〕 増えないよ。現に自由化しているんだから、5,000万円超を。しかしこんなマーケットの状況ですから。

〔日高〕 やはり個人の投資家が出てこなければ、なかなか株式市場というのは辛いですね。

〔山口〕 辛いけれども、先ほど言ったように、やはり投信がしっかりしないとだめだな、株投が。

〔日高〕 株式投資がさらに10兆に減っている。私のおときには40兆が20兆になったと先ほど言いましたが。

〔山口〕 5分の1近くになっているね。

〔日高〕 そうですね。

3月末の投信でMMFとか公社債投信もだいぶ売られた、要するに利益確保のためですね。

〔山口〕 要するに流動性を……。

〔日高〕 フィディリティとか外資系が出てきて、外貨建ての投信が少し売れているようですから……。

〔山口〕 あれは売れるんじゃないかな。結局、金が向こうに行ってしまうんですよ、日本の企業に戻らないよね、金が。

〔日高〕 「ウインブルドンでもいいじゃないか」と言う人もいるけれども、何となくやはりさびしいですね。

〔山口〕 結局、企業の評価というか企業に対する信頼性がないんだな。

〔日高〕 裾野の経済が活性化しないと、経済構造改革をどんどん進めていかないと、金融システム改革をやってもだめなんですよね。

〔山口〕 そうなんだよ。やはり、実体経済だと思うんだ。それで企業が儲からなければだめだと思うんだよ。

〔日高〕 経済がよくなって儲かる機会が増えてくれば、また資金が入って来るのは当たり前なんですよね。取引所もずいぶん、新聞で拝見するといろいろ新しいものやられたり……。

〔山口〕 立会場なんて事実上なくなってしまっているし……。

〔日高〕 場立ちがなくなるとか……。

〔山口〕 昨日から呼び値を小さくしたんですね。そうしたら立会場の人たちは商売にならないと言っているらしい。それはそうでしょうね。まあ、本当に変わってしまったね。

〔日高〕 私自身もついていけないですよ、なかなか。

〔山口〕 本当に変わっちゃったよ。こんなことかと思うのがみんなどんどん……。

法律が通って、12月になるとまた、集中義務だってなくなっちゃうんだしね。

しかし、手数料の自由化について中小証券もよくついてきたと思ってね、世の中の流れなんだな、あれが。

山本君が説得して、99年度って言っていたんだな、最初。それを99年中ということに。蠟山さんも苦労して。要するに「それ以前もあり得る」という表現になっているんだけど、まあ、よくついてきたものだと思うってね。

〔 日 高 〕 まあ、どうしようもないと思っているんでしょうね。

〔 山 口 〕 銀証子会社もね。

〔 日 高 〕 業務範囲の自由化だってすごいものですね。こんなに早く業務範囲が自由になるんだったら、子会社作らなかつたところは「よかつた」と思っているかもしれませんね。

〔 山 口 〕 それでは、どうも長時間ありがとうございました。

—以 上—