

解題 証券取引審議会報告書

神 田 秀 樹

I. はじめに

公益財団法人日本証券経済研究所は、2024年6月に、そのウェブサイトの証券図書館デジタルアーカイブスにおいて、証券取引審議会における報告書等を日本証券業協会が毎月発行している『証券業報』から抜粋して掲載することとした。そこには、金融庁のウェブサイトに掲載されていない1996年6月以前の報告書等が掲載されており、これによって歴史的に貴重な資料が閲覧できることとなったことは意義深い。

筆者は、日本証券経済研究所から、これらの報告書等についての簡単な解題の執筆を依頼された。そこで、本稿では、各報告書等の要点とその意義やその後の展開等に関する筆者の感想をごく簡単に述べることにしたい。なお、本稿執筆に際しては、同研究所の森本学理事長から貴重な助言を得た。本稿は研究者としての筆者個人の理解と所感を述べたものであって、本稿についての責任は筆者のみが負う。

本稿で取り上げる証券取引審議会の報告書等が公表された時期を含めて、証券分野の歴史的な資料は豊富に存在している。とくに、日本証券経済研究所編『日本証券史資料—戦後編』（全10巻および別巻2巻）（財団法人日本証券経済研究所，1981年-1989年）において、この時期にほぼ対応する時期の証券分野に関する資料が網羅的に収録されている。また、『日本証券史資料—昭和続編』が刊行中であり（第4巻が2023年に刊行）、この時期の国会審議録が網羅的に収録されている。これらのほか、日本証券経済研究所には「証券史談」として関係者へのインタビュー形式で貴重な証言ともいえる記録が残されており、同研究所の雑誌である『証券レビュー』に掲載されている（最近のものとして、森本学＝太田達也「〔史談〕激動の証券行政を振り返る—松川隆志氏証券史談—」証券レビュー64巻12号40頁（2024年））。本稿では、紙幅の関係もあり、これらの資料への言及は省略させていただくが、ぜひこれらの資料をごらんいただきたい。なお、この時期の証券分野の歴史的展開について、大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和27～48年度・第10巻 金融（2）』〔香西泰＝伊藤修＝日向野幹也〕545頁以下の「証券」の部分（東洋経済新報社，1991年。この『昭和財政史』は財務省・財務総合政策研究所のウェブサイトにて全文が掲載されている）において優れた分析が示されている。最後に、証券分野の全体像について歴史を含めて概観したものとして、日本証券経

済研究所編『図説 日本の証券市場』各年版（本稿執筆時における最新版は2024年版）が有益であることを付言しておきたい。

証券取引審議会は、証券取引法に根拠規定を有する審議会であり、この点で政府の審議会としては特色のあるものであった。その経緯は、おおむね次の通りである。すなわち、対日講話条約の発効（1952年4月）に伴い、独立体制の確立を図るために行政機構の改革が行われ、その一環として1952年に「大蔵省設置法の一部を改正する法律等の施行に伴う関係法令の整備に関する法律」（昭和27年法律270号、施行は同年8月1日。以下、法律の制定・改正の年は原則として和暦で言及するが、前後との関係でわかりにくいと思われる箇所では西暦表記または西暦・和暦併記とする場合がある）によって1948年（昭和23年）に制定された証券取引法（昭和23年法律25号。下記参照）が改正され、同法に規定されていた証券取引委員会が廃止されて、その権限と所管事務のすべてが大蔵省に移管された。その際、証券取引委員会の廃止に伴い、大蔵大臣の諮問機関としての性格を有する証券取引審議会が新設されることになった（当時の証券取引法165条から170条まで）。証券取引審議会は、1952年8月16日に設置されたようであるが、その経緯と証券取引審議会の機能や委員の定数等については、たとえば、証券法制研究会編『逐条解説証券取引法』783頁-788頁（商事法務研究会、1995年）を参照いただきたい。なお、1948年（昭和23年）に制定された証券取引法は、現在の金融商品取引法（2006年証券取引法改正（2007年9月30日施行）により法律の題名が「証券取引法」から「金融商品取引法」に改められた）に引き継がれている。

昭和23年制定の証券取引法の前身である昭和22年制定の証券取引法と昭和23年証券取引法との関係や経緯については、河本一郎＝大武泰南『証券取引法〔転換期の市場・制度・企業〕』16頁-17頁（日本経済新聞社、1987年）においてわかりやすく説明されている（その後、この書物は河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』（有斐閣、1993年）となって版を重ね、『金融商品取引法読本』（有斐閣、2008年、第2版が2011年）に引き継がれ、現在は河本一郎＝大武泰南＝川口恭弘『新・金融商品取引法読本』（有斐閣、2014年）となっている）。

なお、証券取引審議会は、1997年（平成9年）6月20日に公布された金融監督庁設置法（同年法律101号）および金融監督庁設置法の施行に伴う関係法律の整備に関する法律（同年法律102号）により、これらの法律の施行日（1998年6月22日。金融監督庁もこの日に設置された）に廃止された（証券取引法180条から185条までの削除）。証券取引審議会は、金融制度調査会等と統合され、その機能は新しく設置された金融審議会（金融審議会令（1998年政令185号）参照）に引き継がれることとなった。

証券取引審議会の最初の会合は1952年9月27日に大蔵大臣官邸において開催されたと紹介されている（その際の委員の名簿等を含めて、大蔵省理財局内理財局証券年報編集委員会編『第1回理財局証券年報昭和38年版』168頁（金融財政事情研究会、1963年）。以下『証券年報〇〇年版』または『証券局年報〇〇年版』として引用する）。その後、昭和30年（1955年）

5月16日までに11回の会合が開催され、そこでの審議の結果等に基づいて、昭和28年（1953年）の証券取引法改正および同年の証券投資信託法改正、昭和29年（1954年）と昭和30年（1955年）の証券取引法改正が行われるなどした（同書170頁・171頁。これらの法改正の内容については、河本＝大武・前掲『証券取引法』17頁-20頁においてわかりやすく説明されている。なお、この書物では、その後の証券取引法の昭和40年（1965年）改正（証券業への免許制導入）・昭和46年（1971年）改正（開示制度の整備）・昭和56年（1981年）改正（金融機関の証券業務に係る規定の整備）を含めて昭和60年（1985年）改正（先物取引導入）までについても、わかりやすい説明がされている。これらの改正に加えてその後の改正についても、河本＝大武・前掲『金融商品取引法読本』において簡潔な説明がされている）。

証券取引審議会は、昭和30年（1955年）6月以降しばらく間休会となり、昭和34年（1959年）6月に再開されるに至った（その間の経緯等や再開時の大蔵大臣のあいさつは、『証券年報昭和38年版』172頁に紹介されている）。この再開以降、証券取引審議会は、「証券取引に関するいくつかの問題と取り組み、その審議の結論を大蔵大臣に答申ないし報告し、その成果を証券行政に反映せしめてきた」と紹介されている（同書172頁）。

昭和34年（1959年）6月再開後の証券取引審議会における調査審議の内容は、『証券年報昭和38年版』172頁-176頁において、次の4つに分けて紹介されている。（1）資本構成の是正（第13回から第19回まで。昭和34年（1959年）7月8日から同年10月16日まで）、（2）社債市場の育成（第20回から第23回まで。昭和34年（1959年）10月29日から同年12月3日まで）、（3）株式増資の促進（第24回から第43回まで。昭和34年（1959年）12月15日から昭和35年（1960年）6月22日まで）、（4）集团的店頭取引の組織化・企業の支払配当損金算入問題など（第44回から第72回まで、昭和35年（1960年）7月6日から昭和36年（1961年）10月20日まで）。

Ⅱ. 証券取引審議会の各報告書

■01_ 社債市場育成のための当面の問題について [1959.11.17]

この報告書（意見書）は、経済の発展に伴い社債市場の拡大が緊要であるとの観点から、昭和34年（1959年）夏の証券取引審議会の再開後最初に社債市場育成のための当面の問題が取り上げられ、「わが国の企業経営と金融市場がまだ正常化への過程にある現状において、ひとり社債市場のみについて、その理想的な形態を実現させることは、極めて困難といわざるをえない」（報告書の最初の頁）との立場をとりつつ、その当面の具体策について提案をしたものである（『証券年報昭和38年版』180頁）。内容の詳細は、報告書をごらんいただきたい。この報告書では、「社債は自己資本について安定した資金の調達方法であり、これに

よって安定した経営が可能になる」と述べられている（なお、前掲『昭和財政史—昭和27～48年度・第10巻 金融（2）』582頁も参照）。

この時期に社債市場の育成について証券取引審議会が審議を重ねて度重なる提言をしたこと、そしてそれらは「当面の問題」として控えめの提言とされていたことは、非常に興味深い。この時期に社債市場の育成が増資促進のテーマと合わせて取り上げられたことは、資本の自由化への対応が直接の動機であったとの指摘がある（森本学「〈明日への話題〉証券市場の論点と証券経済研究所」月刊資本市場469号（2024年9月号）1頁）。次の「02_増資の促進について [1960.6.22]」の箇所も参照）。なお、日本は、1960年の「貿易・為替自由化計画大綱」決定後、1963年に輸入自由化率（輸入総額に占める自由化（輸入数量制限撤廃）品目の割合）92%を達成し欧米の水準に至り、1964年にIMF 8条国への移行とOECDへの加盟により開放経済体制をとることとなった。いわゆる外為法の大改正（外資法の吸収を含む）は1979年（1980年施行）である（この時期の資本の自由化の歴史については、大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和27～48年度・第12巻 国際金融・対外関係事項（2）』〔伊藤正直＝浅井良夫〕181頁以下（東洋経済新報社、1992年）、日経リサーチ「対内直接投資自由化に係る日本の経験と日本からの対外直接投資の現状等に関する調査報告書（財務省委嘱調査）」（2005年）等を参照）。

実態としては、社債市場の育成は、増資促進のテーマと並んで、日本経済の高度成長期における強い規制環境下での金融・証券分野の進展状況を抜きにしては語れないことであると思われる。日本の高度成長期を実現させた民間企業部門への資金供給は、規制金利体系と専門金融機関制度を背景としての間接金融重視の政策によるものであった。ここで詳細を述べる能力は筆者にはないが、蠟山昌一『金融自由化の経済学』19頁以下（日本経済新聞社、1989年）は、高度成長期の日本の金融には、他国と比して次の4つの特色があると言われてきたとしたうえで、そうした当時の通念を受け入れるには慎重であるべきであると論じている。①間接金融優位、②オーバーボローイング（法人企業の自己資本構成が過小な自己資本・過大な他人資本）、③オーバーローン（金融機関とくに大金融機関の恒常的な日本銀行からの借入れへの依存）、④資金偏在（大金融機関が常に支払準備が不足し、他の金融機関からの借入れ（コールマネーや日本銀行からの借入金）に依存し、その他の地方銀行などの金融機関はほぼ恒常的にコールローンなどで資金を貸し付けていた）。

また、宮崎義一『日本経済の構造と行動（上）』（筑摩書房、1985年）は、戦後とくに昭和31年以降における日本の資本蓄積過程で、顕著な特徴として次の3つを指摘している（同書49頁以下、とくに84頁）。①系列融資という形態をとった特殊な間接金融方式の確立、②各系列がそれぞれ新興産業をワンセット支配下におくように企図された投資行動、③どの系列にも無差別に有利な投資機会を与えるように運営された日銀資金供給方式と為替管理方式。蠟山・前掲書31頁は、以上のような状況がいわゆる2つのコクサイ化（国債化と国際化）に

より、大量国債発行以後、国債流通市場などに代表されるような参加者にとって市場価格が重要な市場が拡大し、金融取引全体がそれに大きく影響されるようになったと指摘している。

国債については後述するが（後出「13_ 公社債市場のあり方からみた国債発行の諸問題について [1965.11.11]」の箇所を参照）、社債市場についてみると、高度成長期における社債市場の規模は小さく、社債の消化も銀行に頼るという状況であった（山一証券株式会社＝山一証券経済研究所『我が国企業の資金調達』205頁以下（商事法務研究会，1977年）参照）。こうしたなかで、証券取引審議会が「当面の」という表現を付けたうえで制度や実務慣行の変容を繰り返し何度も求め続けたことは、非常に意義のあることであった。

ここで、社債に関する法制度の変遷を簡単に俯瞰すると、次のようになる。すなわち、1948年制定の証券取引法は、アメリカの1933年グラス・スティーガル法を継承して銀行・証券分離規制を設けた（制定時の証券取引法65条。現在の金融商品取引法33条1項）。アメリカと異なり、日本では銀行・証券分離の規定が証券取引法に置かれることになった。これにより、銀行は、株式や社債の引受業務をすることができなくなった（国債のいわゆる銀行窓販問題については、後述する）。事業法人の発行する社債（事業債）に関する法制度の変遷をみると、昭和25年（1950年）の商法改正で株式会社に社債発行限度が設定され（当時の商法297条）、それを緩和する特別法が制定されたが（一般電気事業会社及び一般ガス事業会社の社債発行限度に関する特例法（1976年法律59号）および社債発行限度暫定措置法（1977年法律49号））、事業法人が発行する社債（事業債）は、いわゆる有担保原則という政策ないし慣行に基づき、ほとんどが担保付社債であって、銀行が担保付社債信託法に規定する受託会社を務めたほか、厳格な起債調整が行われた（山一証券株式会社＝山一証券経済研究所・前掲書210頁-211頁参照。無担保債については、同書215頁-216頁参照）。この制度的な仕組みが変容するのは、高度成長後かなりの年数を経て、そしてバブル崩壊（1989年末）の後である1992年証券取引法改正および1993年商法改正である。同年の商法改正によって社債発行限度規制は全廃された。

商法上の制度としては、昭和25年（1950年）改正後の商法における社債の受託会社については、担保付社債の受託会社と異なり、その設置は強制されていなかったが、実務上は、国内で事業会社が公募債を発行する際には銀行を受託会社とし、発行会社と受託会社との間で社債募集委託契約を締結して社債を発行するのが確立した慣行であり、厳格な起債調整が行われていた。このような実務慣行については、受託会社が本来は発行会社と投資者間で決定されるべき社債の発行条件等の事項の決定に深く関与し、社債発行市場の自由化を妨げているとの批判がされたが、他方において、社債権者の利益保護のためには、公募社債については原則として社債権者保護の委託を受けた機関の設置を強制すべきであるとの意見が唱えられた。

そこで、平成5年（1993年）の商法改正は、発行会社から社債権者保護の委託を受ける社債管理会社（2005年制定会社法で名称が「社債管理会社」から「社債管理者」に改められている）という制度を設けて、その設置を原則として強制することとし（同年改正後の商法297条本文）、社債管理会社の権限と義務に関する規定を整備した（同年改正後の商法309条）。他方、社債募集の委託に関する規定はほとんどすべて削除された（1993年の商法改正については、上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫編『新版注釈会社法・第2補巻（平成5年改正）』133頁以下〔鴻常夫〕（有斐閣、1995年）に詳しい）。なお、この改正後も、社債管理会社が社債募集の委託を受けて発行会社のために社債発行事務を行うことが禁止されるわけではない。

以上の社債管理会社の設置を強制する原則に対して、1993年改正後の商法は、各社債の金額が1億円を下らない場合または社債の総額を社債の最低額で除した数が50を下る場合には、社債管理会社を置かなくてもよいと定めた（商法297条ただし書）。前者は社債権者が大口投資家のみの場合、後者は社債権者が多数になるおそれがない場合であって、商法は社債権者保護のために社債管理会社の設置を強制する必要はないと考えたのであるが、これらの場合は、1992年の証券取引法改正によって導入された同法上の「私募」とされる場合（金融商品取引法に引き継がれている）にほぼ相応する。

その後の社債市場の改善は、決済制度の改革（下記の2001年と2002年の法改正等）を経た後、日本証券業協会における「社債市場の活性化に関する懇談会」（2009年7月設置）等によって検討が続けられてきている。近年では、日本証券業協会「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」報告書（2024年7月16日）が公表されるなど、さらなる改革に向けての検討が行われている。なお、この間、法制度としては、2019年の会社法改正によって、社債管理者を置かない社債について社債管理補助者の制度が新設されており、社債管理補助者を置いて発行される社債も出始めている。

なお、証券市場における短期の資金調達については、1987年のCP（コマーシャルペーパー）解禁等の動きがあるが、CPを含めて1992年の証券取引法改正によって同法の適用対象である有価証券概念が拡大されたほか（後述する）、証券決済制度の改革が実施されてきたことも重要である。具体的には、平成13年（2001年）に短期社債等の振替に関する法律（平成13年法律75号）が制定された。これはCPのペーパーレス化（無券面化ないし電子化）を実現するために、短期社債等について、その振替を行う振替機関と短期社債等の発行・譲渡等に関する当時の商法の特別規定を設けたものである。この法律は平成14年（2002年）に改正され、法律の題名が「社債等の振替に関する法律」と改められるとともに、一般の社債等についてもその無券面化（電子化）を実現して新しい振替制度を創設し、振替機関と口座管理機関からなる多層構造での保有制度を創設した（平成14年法律65号）。それまで利用されていた登録社債制度に係る社債等登録法（昭和17年法律11号）は平成20年（2008年）1月4日に廃止の効力が生じた。「社債等の振替に関する法律」は、さらに平成16年（2004年）改正に

より、法律の題名が「社債、株式等の振替に関する法律」と改められ、株式等についても従来の保管振替制度（1984年制定の「株券等の保管及び振替に関する法律」に基づく制度。後出参照）から新しい振替制度（株券電子化と新しい階層保有制度を含む）への移行が実現している（2009年1月5日施行。2004年改正後の同法の解説として、高橋康文編著＝尾崎輝宏著『〔逐条解説〕新・社債、株式等振替法』（社団法人金融財政事情研究会、2006年）が詳しい）。

増資（新株発行）に関する法制度の歴史の俯瞰（振替制度は上述参照）は、次の報告書の箇所述べる。

■02_増資の促進について [1960.6.22]

この報告書（意見書）は大部のものであり、多くの項目について述べられている（詳細は、報告書をごらんいただきたい）。ポイントは2点ある。1つは、増資の必要性である。この点については、『証券年報昭和38年版』174頁によれば、借入金自体は企業経営上必要なものであることは明らかであるが、これと自己資本との率があまりにもアンバランスである点を改める必要があり、さらに自己資本自体については、内部留保と増資を含めておよそその蓄積過程におけるすべての取扱いが同列のものであるべきと、要約されている。この報告書では、なぜ自己資本の充実が望ましいかについて、景気変動への抵抗力をつけるためと貿易・為替・資本の自由化に備えるためという2点が挙げられている（前掲『昭和財政史—昭和27～48年度・第10巻 金融（2）』583頁-585頁も参照）。

増資（新株発行。2005年制定会社法上の概念としては「募集株式の発行等」）についても、証券取引所の再開（1952年）は早かったものの、GHQのいわゆる証取3原則があり、信用取引は制約を受けた（河本＝大武・前掲書18頁-20頁参照）。そして、銀証分離規制を含めての規制環境のなかで、日本の株式市場の進展のスピードは速くはなかったといわざるをえない（山一証券株式会社＝山一証券経済研究所・前掲書8頁以下等参照）。そのなかで、この報告書をはじめとする一連の証券取引審議会の提言や税制改正要望等を経て、日本の株式市場の規模は着実に拡大していったといえることができる。昭和40年代後半から発行形態も株主割当増資から公募増資に移行し（山一証券株式会社＝山一証券経済研究所・前掲書15頁参照）、流通市場についても、とくに上述した株券電子化・振替制度改革が実現した後は、証券市場の実態も大きく変化して今日に至っている。

この報告書のもう1つのポイントは、税制改正提案である（その詳細は、報告書をごらんいただきたい）。この時期に証券税制が証券取引審議会での重要な審議事項の1つとなっていたこと、そして、以下に見るように税制改正の提案や要望が証券取引審議会からたびたび出され続けたことは、今日の日から見ると、興味深い。証券取引審議会の税制改正要望は、昭和36年（1961年）の税制改正で法人税の配当軽課という形で一部実現した（前掲『昭和財

政史一昭和27～48年度・第10巻 金融（2）』600頁。その際の経緯や考え方については、金子宏『所得課税の法と政策』414頁-416頁参照（有斐閣，1996年）参照。その後も、実現しなかった事項について証券取引審議会は税制改正要望を繰り返し出しているが、そういう経過は今日の日から見ると珍しい。当時証券局は同じ省内のため税制改正要望が出せない立場にあり、その代わりに証券取引審議会の要望という形を取ったものと推察される。

■03_ 集团的店頭取引の組織化について [1961.6.7]

この報告書（意見書）は、当時の言葉で「集团的店頭取引の組織化」を提言するもので、具体的には、証券取引所に第二市場部を設けてそこで店頭取引を行うことを提言したものである。その後、昭和36年（1961年）10月2日に東京・大阪・名古屋の各証券取引所に市場第二部が開設され、そこにそれまでの店頭売買承認銘柄と店頭取扱銘柄の大部分が上場された（証券取引法の規定との関係を含めて、鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法』155頁・284頁（有斐閣，1968年）参照。なおこの書物は1984年に新版が刊行されている。また、当時の市場第二部の課題等については、『証券年報昭和39年版』65頁以下に詳しい）。その一方で、当時のいわゆる特殊銘柄を中心として、1963年2月1日の日本証券業協会「店頭売買銘柄の価格発表に関する規則」に基づく店頭取引が認められ（鈴木＝河本・上記箇所参照）、それが証券取引法の1992年改正で証券取引法に位置づけられ、不公正取引禁止規制の対象とされ、その際に「店頭売買有価証券」と定義されることとなっていった（後出「47_店頭市場に対する行為規制の適用について（不公正取引特別部会報告書）[1991.4.26]」の箇所を参照）。

■04_ 企業の資本構成是正に資するための配当課税の改正等についての要望 [1961.10.20]

上記「02_増資の促進について [1960.6.22]」のなかでも税制に関する考え方が述べられていたが、その後、証券取引審議会委員と政府税制調査会委員との間で数回にわたる意見交換が行われ、結局、税制調査会で決定した方針が税制改正に盛り込まれたため、証券取引審議会としては、改めて審議をして、この要望書を取りまとめて大蔵大臣に提出することになった（以上は、『証券年報昭和38年版』176頁-177頁）。この要望書は支払配当全の損金算入の実現を要望するものであったが、昭和37年度の税制改正では実現しなかった。

■05_ 社債の流動化について [1962.3.30]

上記「01_社債市場育成のための当面の問題について [1959.11.17]」において、社債市場育成のために、銀行等の金融機関以外による消化と証券会社を通じた社債の個人消化の積極化等が提言され、その後、社債の個人消化も増加し、証券金融会社による個人投資家の社債買入れ金融も実現した。しかし、昭和36年（1961年）1月に発足した公社債投資信託は、発足当初の募集の行過ぎ等と同年夏以降の景気調整策の影響で募集額は漸減し、大量の解約を

見るに至った。そこで、社債の流動化が再び証券取引審議会において審議されるに至り、この報告書において、当面取るべき対策として、①社債買取機構の設置、②証券金融会社による担保金融、③市中銀行による担保金融、④日銀の社債買いオペについて審議がされ、②または③が望ましいとの提言がされた（詳細は、『証券年報昭和38年版』177頁参照）。

■06_証券投資信託について [1962.6.16]

この報告書は、上記「05_社債の流動化について [1962.3.30]」における公社債投信対策を確認したうえで、証券投資信託制度の全般について審議を行った結果をとりまとめたものである。各項目については、報告書をごらんいただきたい。今日の日から見ると隔世の感があるが、この時期に投資信託制度の基礎にさかのぼっての議論がされたことが非常に興味深い。

日本の証券投資信託制度については、戦後、アメリカの制度ではなく、イギリスの実務を参考とした戦前の実務を引き継いだ形で昭和26年（1951年）に証券投資信託法（同年法律198号）が制定された（拙稿「証券投資信託の誕生」岩崎稜先生追悼論文集『昭和商法学史』227頁（日本評論社、1996年）参照）。その後、昭和28年（1952年）の改正で委託会社の登録制から免許制への移行が行われ、さらに昭和35年に委託会社の証券会社からの分離が実施された。

証券取引審議会のこの報告書では、この日本の証券投資信託制度について、その基本的な仕組みに立ち戻っての検討がされているが、この時期に、実務界や学界でも多くの検討が行われた。とくに、社団法人投資信託協会での検討に基づいた「証券投資信託法制研究会（幹事会）報告書」が昭和37年（1961年）2月と昭和39年（1964年）6月にまとめられている。日本証券経済研究所においても検討が行われ（高橋亀吉監修＝日本証券経済研究所編『日本の投資信託』（千倉書房、昭和41年））、また、昭和41年（1966年）11月16日に証券投資信託協会が「投資信託制度の改善に関する要綱」を公表した。これらの検討等に基づいて、昭和42年（1967年）に証券投資信託法は大規模かつ重要な改正を受けた（昭和42年法律116号。詳細は、戸田嘉徳『改正投資信託法および省令の解説』別冊商事法務6号（商事法務、1968年）参照）。

もっとも、その後日本における株式投資信託の市場規模は伸長したとはいえ、大蔵省証券局に「投資信託研究会」が2度設置され、1989年5月と1994年6月にそれぞれ改革に向けた報告書を公表している。とくに、後者である投資信託研究会「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一」（1994年6月22日。財団法人資本市場研究会編『魅力ある投資信託をめざして』（財団法人資本市場研究会、1995年2月）所収）に基づいて、1994年12月12日に大蔵省は「投資信託の改革について」を公表し、省令レベル等における制度改正が順次実施されていった（『証券局年報』平成7年版47頁-52頁・57頁-59頁）。

法制度としては、1992年証券取引法等改正による直販解禁等の後、1998年の金融システム改革によって証券投資信託法と証券取引法が改正され（投資法人制度の導入や銀行による販売の解禁など。法律の題名が「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」と改められた）、また、2000年の改正によって不動産も対象となった（法律の題名も「証券」がとれて「投資信託及び投資法人に関する法律」となり、いわゆる JREIT が導入された）。そして、株式投資信託の市場規模は、とくに銀行による販売が認められることとなって急速に拡大した。その一方で、その後の市場拡大の過程において個人（とくに高齢者）への販売のあり方等が問われ、2017年3月に金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」が策定されるという歴史的な展開となっていった（なお、その後の2023年金融商品取引法等改正による同原則の一部法令化については、後出「46_証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則の我が国への適用について（不公正取引特別部会とりまとめ）[1991.2.5]」の箇所を参照）。

■07_企業の資本構成是正に資するための配当課税の改正等についての要望 [1962.11.28]

上記「04_企業の資本構成是正に資するための配当課税の改正等についての要望 [1961.10.20]」における要望が実現しなかったため、証券取引審議会では、昭和37年（1962年）の9月から11月までに5回にわたって配当課税の改正のあり方について幅広い観点から審議をし、この要望を取りまとめた（その詳細は、『証券年報昭和38年版』184頁-190頁参照）。ただ、この報告書における要望は昭和38年度の税制改正では取り上げられず、利子の源泉徴収税率が10%から5%に引き下げられたのに伴い配当に係る源泉徴収税率も10%から5%に引き下げられるにとどまった（同書190頁）。

■08_公社債市場正常化のための当面の問題について [1963.6.11]

この報告書は、公社債市場正常化に関する証券取引審議会として3度目の報告書であるが、控えめな内容となっているように見受けられる。発行条件悪化の問題と流通市場形成のための方策が述べられている。

■09_株式資本市場強化のための税制について [1963.10.23]

この報告書（要望）は、配当分離課税制度の採用と証券業者の内部留保を厚くするための税制上の措置についての要望をしたものである。

■10_証券業者に関する諸問題について [1964.2.12]

この報告書は「中間報告」とされている。証券業者について初めて幅広く諸問題を検討したものである。外務員制度の改善、外務員等の行為に関する証券業者の責任、証券業協会の組織と運営の改善について述べたほか、証券業者の免許制への移行についての論点を整理し

ている。最後の点は、後出「12_証券業者の免許制等の問題について [1964.12.22]」につながっていった。

■11_ 資本市場拡充強化のための税制改正について [1964.11.9]

この報告書（要望）は、利子所得と配当所得との課税上の均衡をはかることを中心として、「02_増資の促進について [1960.6.22]」以来の繰返しの要望をしたものである。

■12_ 証券業者の免許制等の問題について [1964.12.22]

この報告書は、上記「10_証券業者に関する諸問題について [1964.2.12]」（中間報告）の後の検討を先に進めたものであり、証券業者について免許制を採用すべきことを提言したものである。これに基づいて、証券取引法の昭和40年（1965年）の改正（法律90号。同年10月1日施行）によって、証券業はそれまでの登録制から免許制へと改正された。当時は、昭和40年（1965年）不況のなかで、山一証券に日銀特融が実施されるなど、証券界も大不況に陥っており（宮崎・前掲書（下）238頁）、免許制への移行が短い期間の検討で実現したのは「証券界がどうにもならないほどの恐慌状態に追い込まれていたという背景がそうさせた」（河本＝大武・前掲『証券取引法』21頁-22頁）との指摘が興味深い（同所には昭和40年改正全般について背景を含めての簡潔な説明がある）。なお、この改正で証券取引法上の呼称として「証券業者」は「証券会社」となり、また、免許は自己売買業、委託売買業、引受業、売りさばき業の4種類とし、それぞれ別に免許を付与することとされた（なお、この個別の免許付与という方式は、1998年改正により免許制から登録制への改正を経た後、金融商品取引法において修正されている）。一連の下位法令も整備された（証券取引法施行令（昭和40年政令321号。同年10月1日施行）、証券会社に関する省令（昭和40年大蔵省令52号。同年10月1日施行）、証券会社の健全性の準則等に関する省令（昭和40年大蔵省令60号。同年11月5日施行））。なお、この改正の前の年に、証券取引法の大蔵省における所管について、証券局が新設され、それまでの理財局証券部から証券局の所管となった（大蔵省設置法の昭和39年改正（法律105号。同年6月18日公布・施行））。

■13_ 公社債市場のあり方からみた国債発行の諸問題について [1965.11.11]

この報告書は、国債のいわゆる銀行窓販問題と呼ばれる問題に関するものである（その後の展開をも含めて、河本＝大武・前掲『証券取引法』90頁-104頁においてわかりやすく説明されている。また、後藤新一『銀証自由化の経済学』（日本経済評論社、1990年）でも詳細かつわかりやすい紹介がされている）。

国債の制度とこの時期の状況をここで数行で述べる能力は筆者にはないが、ポイントと思われる点は、次の通りである（以下の記述は、主として河上信彦編『国債—発行・流通の現

状と将来の課題』(財団法人大蔵財務協会, 1995年)に負う。その他, 宮崎・前掲書(下)233頁以下, 大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27~48年度・第7巻 国債』〔油井雄二=石弘光〕(東洋経済新報社, 1997年)等も参照)。すなわち, 昭和48年(1973年)10月に勃発した第4次中東戦争の影響でOPECが原油の供給制限と輸出価格の大幅な引き上げを行い, 国際原油価格は3か月で約4倍に高騰し, 石油消費国である先進国を中心に世界経済は大きく混乱した。原油の値上がりはガソリンなどの石油関連製品の値上げに直結し, 1974年度の日本経済は戦後初めてマイナス成長となった。この第一次石油危機(1973年10月以降)後の金融引締め政策により, 国は大量の国債を発行しなければならなくなった。石油危機の後遺症として巨額の税収不足が予測されるなかで, 政府は特別法の特例によって公債を発行することとした。具体的には「昭和50年度の公債の発行の特例に関する法律」が昭和50年(1975年)12月24日に国会で成立した(同年12月25日公布・施行。同年法律89号)。これは単年度立法であって昭和51年度(1976年度)以降も類似の法律が毎年制定された(いわゆる特例公債法。現在は5年間有効とされている)。これらの特別法によって発行される公債が「赤字国債」(法律上の正式な名称は「特例公債」と呼ばれるものであり, 当初はそれほどの額ではなかったが, 昭和48年(1973年)の第二次石油危機の後, とくに昭和50年(1975年)の不況期以後は, 巨額の赤字国債が発行され続けることとなった(河上編・前掲書238頁以下, 宮崎・上掲箇所参照)。

これらの赤字国債は, 基本的には銀行と証券会社がシンジケート団を組成して引き受けることで発行され, 銀行が取得した国債は, 1年経過後に日銀の買いオペの対象とされた(詳細は, 河上編・前掲書22頁以下参照)。しかし, 国債の発行額が増大する中で銀行が保有する国債の残高も増加し, 銀行の財務に悪影響を与え始めた。金利環境もあり, これが顕在化するのには昭和50年(1975年)以降であるが, 昭和54年度(1979年度)下期には保有する国債の会計処理として低価法でなく原価法を認めるとの緊急措置がとられたりもした(河上編・同上29頁, 宮崎・前掲書(下)244頁)。

以上のような背景のなかで, 銀行が新規発行の国債を銀行の窓口で個人を対象として募集すること(証券取引法上の概念としては「募集の取扱い」であるが, 実務では窓口販売(窓販)と呼ばれた), また発行ずみの国債の売買(ディーリング)も可能にすることが銀行界から主張・提言された(この報告書の最初の頁に言及されている金融制度調査会の報告書等を参照)。証券取引審議会のこの報告書は, 証券界が防戦に回ったものとみることができる(この報告書の末尾に各界の意見が表形式で掲載されており, 興味深い)。その後, 関係者間の調整により, 国債のシンジケート団内で調整することになり, 調整の結果, 窓口販売(窓販)は当面は従来通り証券会社だけが行うということとされた(河本=大武・前掲書100頁)。しかし, その後の経済・金融情勢の変化で, この問題は再燃した(後出「32_ 公社債市場当面の諸問題について [1979.6.27]」の箇所を参照)。

■14_ 当面の社債市場のあり方について [1966.4.11]

この報告書は、強い規制環境にあった起債について、その自由化に向けて、起債単位の大型化等の提言をしたものであり、当時の状況の下では非常に意義のある提言であったと見受けられる（詳細は、報告書をごらんいただきたい）。ただ、社債に関する規制環境は容易には変化せず、法制度として社債分野の自由化が実現したのは、ずっと後になってからである（前出「01_ 社債市場育成のための当面の問題について [1959.11.17]」の箇所を参照）。

■15_ 資本構成是正のための企業課税の考え方について（第二小委員会） [1966.5.19]

この報告書は、証券取引審議会として、繰返しの税制改正要望を述べたものである。株式資本充実策としての支払配当の損金算入・利子と配当の所得課税のアンバランスへの対応と内部留保充実策としての法人課税の一本化などが述べられている。

■16_ 取引所取引のあり方について [1966.9.14]

この報告書は、中間報告であるが、証券取引審議会として、小委員会での24回にもわたる審議を経て、初めて取引所取引について幅広く改善のための提言をしたものであり、注目に値する。取引所取引におけるバイカイ方式（取引所の同一会員の売付けと買付けとを競争売買において呼値を行うことなく（立会場に出さないで）他の会員間の競争売買によって成立した約定値段で付け合わせて売買契約を成立させること）の廃止、自己売買の規制、仮需給の導入方式が取り上げられている（詳細は、報告書をごらんいただきたい）。その後、バイカイ方式は昭和42年（1967年）10月2日に廃止され（経緯や法律上の規定との関係を含めて、鈴木＝河本・前掲書219頁-225頁に詳しい。その他の事項を含めて、『証券局年報昭和42年版』7頁・164頁、『証券局年報昭和43年版』11頁-18頁参照）。

■17_ 資本構成是正のための企業税制について [1966.10.17]

この報告書は、繰返しの税制改正要望であり、支払配当の一部損金算入と利子と配当の課税の統一を要望したものである。これほどまでに証券取引審議会が税制改正の要望をし続けたことは、証券税制が実際に与える影響の大きさを物語っているといえよう。もっとも、事業法人の自己資本比率の低下の主な理由を税制に求めることは妥当とは思われず、前述したように、日本経済の急成長期における民間資金需要には間接金融（銀行融資）で対応したというのが当時の姿である（金子・前掲書421頁・428頁参照）。その一方で、税制の改正がきっかけとなり、その他の諸要素と合わさって変化をもたらすことはありうることであり（近年のNISA制度を参照）、繰返しになるが、この時期に証券取引審議会が税制改正の要望をし続けたことは、興味深い（前出「02_ 増資の促進について [1960.6.22]」の箇所も参照）。

■18_ 株式流通機構の整備改善について [1967.7.10]

この報告書は、証券取引所と証券業協会のガバナンスの強化と自主規制機能の強化を提言したものである（提言の実施状況は次の「19_ 株式流通機構の整備改善等について [1967.11.27]」参照）。なお、証券取引所の機能に関する筆者の意見は、拙稿「証券市場の変化と証券取引所の役割」東京証券取引所総務部編『証券市場の課題と展望～東京証券取引所創立50周年記念～』7頁（東京証券取引所、1999年）。

■19_ 株式流通機構の整備改善等について [1967.11.27]

この資料は、証券取引審議会の上記「16_ 取引所取引のあり方について [1966.9.14]」と「18_ 株式流通機構の整備改善について [1967.7.10]」を受けて、大浦省が改革の実施状況を報告したものである。

■20_ 社債市場について [1968.9.19]

この報告書は、社債市場の自由化に向けての証券取引審議会の5回目の報告書となる。発行条件の規制緩和に重点を置いているが、なぜ証券取引審議会の度重なる提言にもかかわらず社債分野の法制度の自由化が進まなかったのか、そして、株式税制改正も進まなかったのか。その要因は、この時期の日本経済の状況のなかでの複合的なものであったとしか言いようがないように思われる。ずっと後になって、社債市場の自由化が行われたが（前出「01_ 社債市場育成のための当面の問題について [1959.11.17]」の箇所を参照）、税制についても（一部を除いて証券取引審議会の要望とは異なる形ではあるが）順次それなりに合理化されていった（証券税制の変遷の歴史と現在の姿については、公益財団法人日本証券経済研究所編『図説 日本の証券市場 2024年版』268頁以下（日本証券経済研究所、2024年）においてわかりやすい説明がされている）。

■21_ 証券取引審議会専門委員会の中間報告について [1970.10.15]**■22_ 企業内容開示制度等の整備改善について [1970.12.14]**

これらの2つの報告書は、企業内容開示制度の改善・強化を提言したものである。昭和30年代の後半に企業の倒産が頻発し、粉飾決算が社会問題となった。とくに昭和40年（1965年）3月に会社更生手続開始を申請した山陽特殊鋼の事件は大きな注目を浴びた。こうした状況のなかで、証券取引審議会として、初めて企業内容開示制度の改善と強化についての審議を行い、これらの報告書が取りまとめられた。この提言を受けて、証券取引法の昭和46年（1971年）の改正が実現した（昭和46年法律4号。同年7月1日施行）。その内容は多岐にわたり、有価証券届出書制度の整備、有価証券報告書制度の整備、安定操作規制の改正、民事責任の

強化等、公開買付規制の新設などである。また、それまでの証券取引法には外国証券業者に関する規定がなかったため、外国証券業者に関する法律（昭和46年法律5号、同年9月1日施行）が新しく制定された（以上について、河本=大武・前掲『証券取引法』23頁-26頁において簡潔でわかりやすい説明がされている）。なお、商法についても昭和49年（1974年）に重要な改正等が行われているが、ここではその内容等は省略する。

■23_ 証券市場の国際化に伴う証券関係法制の整備について [1973.2.5]

この報告書は、外国発行主体が日本で発行する円建外債に係る開示制度整備、外国株式の日本国内での発行・流通、外国投資信託証券の日本国内での販売について審議をした結果をとりまとめたものである。詳細な内容となっており、報告書をごらんいただきたい。この報告書の前の時期の外国債券発行として1970年のアジア開発銀行債と世界銀行債があるが（国際機関は証券取引法上の開示義務免除）、この報告書の枠組みに基づいての外国債券国内公募の第1号は1973年のオーストラリア国債である。

■24_ 内外の経済、金融情勢の変化に伴う公社債市場のあり方について [1973.2.5]

この報告書は、この時点において、長年の懸案である公社債市場のあり方についての証券取引審議会としての考え方を改めて審議のうえとりまとめたものである。

■25_ 株式市場の当面の改善策について（証取審資料） [1973.4.12]

この報告書は、時価発行増資について、公正な株価形成と公募価格の適正化など、きわめて多岐にわたる問題点の改善を提言したものである。詳細な内容となっており、報告書をごらんいただきたいが、証券会社、証券業協会、取引所、当局あてに、さまざまな改善策が具体的に提言されている。これらの答申の具体化については、『証券局年報昭和49年版』12頁-13頁等参照（なお、遺産住宅事件の後の東京証券取引所による株式公開制度の運用の改善（昭和48年7月）について、同書25頁-29頁参照）。

■26_ 株主構成の変化と資本市場のあり方について（特別委員会中間報告） [1975.3.17]

■27_ 株式投資魅力の回復と発行会社の株主優遇策の確立について（特別委員会第2回中間報告） [1975.6.12]

これらの報告書は、証券取引審議会に設置された特別委員会での4つの中間報告のうちの最初の2つである。4つの中間報告を経ての最終報告書は「30_ 株主構成の変化と資本市場のあり方について [1976.5.11]」である。

これら2つの報告書は、当時の個人株主の減少傾向のなかで、個人株主の増大に向けた対策を提言したものである。詳細な内容となっており、報告書をごらんいただきたい。

■28_ 資本市場における機関投資家の役割の向上について（特別委員会第3回中間報告）
[1975.10.17]

この報告書は、機関投資家の役割について証券取引審議会として初めて詳細な整理と展望を示したものであって、意義深いものである。また、株式投資信託についての詳細な改善策も提言されており、興味深い。後者は詳細な内容となっており、報告書をごらんいただきたい（株式投資信託制度の展開については、前出「06_証券投資信託について [1962.6.16]」の箇所を参照）。

■29_ 証券会社の営業姿勢の整備改善および投資者保護の徹底について（特別委員会第4回中間報告） [1976.3.18]

この報告書は、特別委員会の最後の報告書であり、証券会社の営業姿勢の整備改善と投資者保護の徹底について、具体的で詳細な提言をしたものである（内容は報告書をごらんいただきたい）。

■30_ 株主構成の変化と資本市場のあり方について [1976.5.11]

上記の特別委員会の4つの中間報告は、その後特別委員会において改めて見直され、最終報告が作成された。それが証券取引審議会の報告として了承され、この報告書となった。内容は上記の4つの中間報告で取り上げられた項目すべてを含み、きわめて詳細な大作となっている（報告書をごらんいただきたい）。それまでの証券取引審議会の報告書の中でもっとも分量が多く内容も多岐にわたるものであると見受けられる。ここでは内容の詳細には立ち入らないが、この報告書における提言は、その後、順次実施され、たとえば昭和51年10月1日に時価発行増資に関する自主ルールの改訂が行われるなどした（『証券局年報昭和52年版』10頁-13頁）。

■31_ 証券取引審議会基本問題委員会の設置について [1976.11.19]

高度成長期を終えて安定成長期を迎えた日本における証券市場に係る基本問題を調査し、理論的な解明を行うために、証券取引審議会に基本問題委員会が設置された。この文書は、基本問題委員会の検討テーマや委員の名簿を公表したものである。

■32_ 公社債市場当面の諸問題について [1979.6.27]

上記の基本問題委員会は、1977年10月に「望ましい公社債市場のあり方に関する報告書」をとりまとめているが、その後、証券取引審議会は、公社債市場の当面の諸問題に限って議論をする場として懇談会が設けられ、約1年間にわたって12回の会合が開催された（この資

料の最初の頁を参照)。これに基づいて証券取引審議会総会の意見をとりまとめたものがこの報告書である。その内容は、金融制度調査会の答申「普通銀行のあり方と銀行制度の改正」(昭和54年6月)と大同小異と評されているが(河本=大武・前掲書101頁)、要するに、再燃した銀行による国債窓販問題に決着をつけることはできず、「大蔵省に下駄を預けた」(河本=大武・同書102頁)と評されている(当時の背景事情は、河本=大武・同書100頁-101頁)。その結果、1年後の昭和56年(1981年)に、いわゆる三原則の考え方に基づいて、新しい銀行法の制定(同年法律59号)と証券取引法の改正(同年法律62号)が実現したが、その内容は複雑なものとなった(証券取引法に65条の2と65条の3が追加され、銀行法にも必要な規定が設けられた)。ここでは法改正の具体的な内容については省略するが、三原則を含めて、証券取引法改正と銀行法の内容については、河本=大武・前掲書102頁-104頁においてわかりやすい説明がされている(後藤・前掲書も有益である)。銀行による国債窓販問題は、銀行は証券取引法上の認可を受けて窓販および既発債の売買業務ができることとなった等により、法制度上は、この改正によって決着した。もっとも、具体的な措置はいわゆる三人委員会に委ねられ、昭和58年(1983年)5月の大蔵大臣の決定によって決着した(その実施時期と内容を含めて、河上編・前掲書135頁以下を参照)。

■33_ 時価発行公募増資の諸問題とその改善策について(中間報告)[1982.11.5]

この報告書は、中間報告という位置づけであるが、時価発行公募増資の諸問題とその改善策について、幅広く改善策を提言したものである。内容は報告書をごらんいただきたいが、重要な提言が多く含まれている。その後の対応状況については、『証券局年報昭和58年版』19頁-22頁参照。

■34_ 株券振替決済制度について(専門委員会報告)[1982.12.9]

この報告書は、専門委員会の報告書であるが、証券取引審議会として初めて株券振替決済制度の本格導入を提言したものである(『証券局年報昭和58年版』260頁)。それまで試行的に実施されてきた株券の振替決済の法制化は、その後、昭和59年(1984年)に「株券等の保管及び振替に関する法律」が制定されて実現した。その後の法制度の歴史は、前出「01_社債市場育成のための当面の問題について[1959.11.17]」の箇所を参照。

■35_ 株式市場の機能拡充について—中堅・中小企業と株式市場との関連を中心として— [1983.6.1]

この報告書は、中堅・中小企業を念頭に置いて、取引所市場と店頭市場の機能の拡充を提言したものである。とくに、株式店頭市場が中堅・中小企業の資金調達とこれらの株式の流通の場として、また投資家に対して魅力ある投資物件を提供する場として機能を発揮できる

よう、株式店頭市場の整備改善が提言され、投資勧誘規制についての緩和が提言された。これを受けて、1983年11月に新たな店頭登録制度が整備されたが、日本証券業協会の自主規制規則の改正により店頭登録銘柄以外は勧誘禁止という原則が定められた。その後、非上場株式の投資勧誘については「原則勧誘禁止の例外」として個別制度を措置するという形で認められている（日本証券業協会「日本における非上場株式の取引制度」スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会第1回事務局説明資料（2025年1月30日）参照）。

■36_ 債券先物市場の創設について [1984.12.11]

この報告書は、債券先物市場の創設を提言したものである。この報告書を受けて、1985年10月から東京証券取引所にて国債先物取引が開始した。また、1987年6月から大阪証券取引所にて「株先50」という株式パッケージ方式の先物取引が開始したが、これについては証券取引審議会のこの報告書では触れられておらず、1986年5月21日の証券取引審議会の会合の席上で事務局から説明が行われて了承されたものである（『証券局年報昭和61年版』40頁・118頁）。株価指数先物取引については、後出の「39_ 証券先物市場の整備について [1987.5.20]」を待つこととなった。

■37_ 証券投資顧問業の在り方について [1985.11.25]

この報告書は、投資ジャーナル事件等を契機として投資顧問業についての業規制の導入を提言したものである。この報告書を受けて、1986年に「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」（いわゆる投資顧問業法。同年法律74号）が制定された。なお、この法律は、2006年証券取引法改正（2007年9月30施行）で金融商品取引法に統合された。

■38_ 社債発行市場の在り方について [1986.12.12]

この報告書は、証券取引審議会としては長年のテーマであった社債発行市場の改革について、18回にもわたる特別部会での検討を経て、取りまとめられたものであり、大作になっている。内容は豊富であり、その詳細は報告書をごらんいただきたい（蠟山・前掲書151頁以下に当時の実態を踏まえての興味深い指摘が多々示されている）。その後、改善措置が順次実施されていった（たとえば『証券局年報平成元年版』57頁以下など、この時期に毎年報告されている）。法制度としては、しばらく経ってようやく、1992年の証券取引法改正と1993年の商法改正によって社債発行市場を含めての社債に関する法制度の改革が実現した（前出「01_ 社債市場育成のための当面の問題について [1959.11.17]」の箇所を参照）。

■39_ 証券先物市場の整備について [1987.5.20]

この報告書は、株価指数先物取引等の導入を提言したものである。これを導入するために

は証券取引法の改正を要したが、この報告書を受けて、1988年の証券取引法改正（同年法律75号）によって株価指数先物取引等が導入されるに至った。なお、同年には、金融先物取引法（同年法律77号、1989年3月17日施行）が制定され、金融先物取引が東京金融先物取引所（1989年4月設立）において1989年6月30日に取引を開始した（経緯を含めて、大蔵省銀行局内金融市場研究会『最新 金融先物取引法の手引き』（財団法人大蔵財務協会、1992年）が詳しい）。これらの先物取引等は、その後、デリバティブ取引として、店頭デリバティブ取引を含めて、証券取引法の2006年改正（2007年9月30日施行）で金融商品取引法における金融・証券デリバティブ取引の一元的規制への統合が実現している。

■40_ 内部者取引の規制の在り方について [1988.2.24]

この報告書は、証券取引審議会に設置された不公正取引部会において審議されたインサイダー取引規制の導入を提言したものである。この報告書を受けて、1988年の証券取引法改正（法律75号）によって、詳細なインサイダー取引規制が新設され、金融商品取引法に引き継がれている（規制新設当時の解説として、横島裕介『インサイダー取引規制と罰則 逐条解説』（商事法務研究会、1989年）および三国谷勝範『インサイダー取引規制詳解』（資本市場研究会、1990年））。

■41_ 株式公開制度の在り方について [1988.12.21]

この報告書も不公正取引部会において審議されたものであり、公開株の価格決定方法と公開前の株式移動や第三者割当増資に関する規制の改善を提言したものである。この報告書を受けて、公開株の価格決定方法として入札制が導入された（その他の点（リクルート事件後の対応を含む）を含めて、証券界の自主ルールや日本証券業協会の自主規制とその変遷については、大崎貞和「株式の発行・流通市場関係ルール」日本証券業協会編『日本証券業協会50年の歩み』103頁（2024年）においてわかりやすい説明がされている）。なお、その後、ブックビルディング方式に変更されたことについて、後出「54_ 店頭特則市場の株式公開制度等の在り方について [1995.9.29]」の箇所を参照。

■42_ 株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について [1989.5.31]

この報告書は、証券取引審議会の不公正取引特別部会における審議に基づいて株式大量保有報告制度の導入を提言したものである。この提言は、1990年証券取引法改正によって実現したが、同年の改正では、公開買付制度についても、いわゆる3分の1ルールの導入など重要な法整備が行われた（『証券局年報平成2年版』37頁-43頁参照。改正内容については、堀本修「株券等大量保有に関する開示制度の導入」商事法務1219号9頁（1990年）、内藤純一「株式公開買付制度の改正」商事法務1208号2頁（1990年）、内藤純一「新しい株式公開買付制度」

商事法務1219号2頁・1221号23頁・1223号32頁（1990年）参照）。

その後、2006年改正を経た後に、この分野の規制は金融商品取引法に引き継がれたが、2024年5月の金融商品取引法改正（同年法律32号。公布後2年以内施行）によって、いわゆる3分の1ルールは30%ルールとなり、かつ、市場買付けを含むこととなるなど、公開買付制度と大量保有報告制度は重要な改正を受けている。

■43_ 金融の証券化に対応した資本市場の在り方について—中間報告書— [1989.5.31]

この報告書は、証券取引審議会に設置された基本問題研究会における審議の中間報告であるが、金融の証券化に関する現状認識や制度面・実務面での対応のあり方について基本的な方向を提言したものであり、分量も多く、大作となっている。内容は豊富であり、その詳細は報告書をごらんいただきたい（この中間報告時の筆者の意見は、拙稿「金融の証券化と有価証券概念」商事法務1187号2頁（1989年））。具体的な法制整備の検討と提言は、次の「44_ 金融の証券化に対応した法制の整備等について（基本問題研究会第1部会報告）[1990.6.15]」において行われた。

■44_ 金融の証券化に対応した法制の整備等について（基本問題研究会第1部会報告） [1990.6.15]

この報告書は、基本問題研究会の第1部会での審議に基づいて金融の証券化に対応した法制の整備等について具体的な提言をしたものであり、その内容は具体的かつ詳細なものとなっている。この報告書の提言をさらに進めたものが、後出の「48_ ディスクロージャー制度の見直しについて（基本問題研究会ディスクロージャー小委員会報告）[1991.4.26]」と「49_ 証券取引に係る基本的制度の在り方について（基本問題研究会報告書）[1991.5.24]」であり、これらの報告書の提言を受けて、1992年証券取引法改正が実現した（次の報告書の箇所を参照）。その基本的な法制度上の枠組みは、その後も維持され、何度かの重要な改正を経て、金融商品取引法に引き継がれている。

■45_ 国際的な資本市場の構築をめざして（基本問題研究会第2部会報告） [1990.6.15]

この報告書は、基本問題研究会の第2部会での審議に基づくものであり「国際的な資本市場の構築をめざして」と題されているが、当時における証券分野の規制のあり方についてきわめて包括的かつ詳細かつ重要な提言を述べたものとなっており、大作となっている。各項目とも重要な提言がされており、その内容は豊富である。その詳細は報告書をごらんいただきたいが、最後の部分で銀証の相互参入問題に言及されている。この報告書の提言も、後出の「48_ ディスクロージャー制度の見直しについて（基本問題研究会ディスクロージャー小委員会報告）[1991.4.26]」と「49_ 証券取引に係る基本的制度の在り方について（基本問題

研究会報告書) [1991.5.24]] に昇華され、これらの報告書の提言を受けて、1992年証券取引法改正が実現した(後出「48_ディスクロージャー制度の見直しについて(基本問題研究会ディスクロージャー小委員会報告) [1991.4.26]」と「49_証券取引に係る基本的制度の在り方について(基本問題研究会報告書) [1991.5.24]」の箇所を参照)。銀証相互参入については、金融制度調査会の答申と合わせて考慮され、1992年の証券取引法・銀行法等改正によって「業態別子会社方式」での相互参入が実現することとなった。そして、その後の1996年11月の内閣総理大臣によるいわゆる金融ビッグバン宣言を経て、1998年の金融システム改革(証券取引法・銀行法等改正)によって持株会社方式での相互参入が実現するに至っている(後出「49_証券取引に係る基本的制度の在り方について(基本問題研究会報告書) [1991.5.24]」の箇所を参照)。

■46_証券監督者国際機構 (IOSCO) の行為規範原則の我が国への適用について (不公正取引特別部会とりまとめ) [1991.2.5]

この報告書は、当時の証券取引審議会・不公正取引特別部会において、証券監督者国際機構 (IOSCO) が1990年に策定した証券業者の行為規範原則の日本への導入について、審議・検討し、その結果を取りまとめたものである。この報告書の提言に基づいて、IOSCO の原則のうちの1つが1992年の証券取引法改正により、当時の証券取引法に49条の2 (証券会社とその役職員の誠実公正義務) として新設され、また、IOSCO のすべての原則について、日本証券業協会あてに通達が出され、会員証券会社への周知・徹底が要請された(岡本佳郎「IOSCO 行為規範原則のわが国への適用について—IOSCO 原則の内容と証券取引審議会不公正取引特別部会とりまとめの概要」商事法務1245号2頁 (1991年)、[[資料]証券監督者国際機構 (IOSCO) における行為規範原則の我が国への適用について」(証券局長通達蔵証代356号・平成3年3月1日) 商事法務1245号5頁 (1991年))。その後、この業者 (とその役職員) の誠実公正義務は、証券取引法33条となり、それが金融商品取引法 (2006年証券取引法改正、2007年9月30日施行) に金融商品取引業者等 (金融商品取引業者および登録金融機関) (とその役職員) についての義務として同法36条として引き継がれ、その後の法改正で同条2項以下が追加されたため、36条1項となった。

金融商品取引法36条1項 (2023年改正前) は、その理解がむずかしい規定である (学界等における議論として、上柳克郎ほか「平成4年証券取引法改正について (4)」インベストメント1993年10月号40頁、神作裕之「金融商品取引業における利益相反—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」公益財団法人日本証券経済研究所『金融商品取引法研究会研究記録』32号 (2011年) 参照)。その後、2023年の法改正によって、この金融商品取引業者等 (とその役職員) の誠実公正義務の規定は、金融商品取引法から削除されて金融サービス提供法 (金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律) に移動し、かつ、「顧客等の最善

の利益を勘案しつつ」という文言が付け加えられた（同法2条。2024年11月1日施行）。この結果、同改正後の誠実公正義務は、すべての金融事業者と年金関係事業者に適用されることとなった。こうなった経緯は、2017年3月に策定された金融庁の「顧客本位の業務運営に関する原則」についてその一部法令化が金融審議会のワーキンググループにおいて提言され、それが実現したことにある（経緯と2023年改正についての筆者の理解と所感は、拙稿「金融サービス提供法における顧客の最善の利益」法曹時報76巻4号1頁（2024年））。その一方で、2024年9月に「顧客本位の業務運営に関する原則」が改訂され、いわゆるプロダクトガバナンスに関する補充原則が追加される等した。これらの最近の改正によって、今後の業者による顧客本位の業務運営の進化が期待されている。

■47_店頭市場に対する行為規制の適用について（不公正取引特別部会報告書）[1991.4.26]

この報告書は、それまで上場株式に適用されていた相場操縦禁止規制やインサイダー取引規制などの不公正取引禁止規制を店頭登録株式にも適用すべきことを提言したものである。この提言は、1992年の証券取引法改正によって実現し、それが金融商品取引法にも引き継がれている。

もっとも、店頭市場は、その後、大きな制度の変革を経験して今日に至っている。すなわち、いわゆる店頭売買登録銘柄は、1963年2月1日の日本証券業協会「店頭売買銘柄の価格発表に関する規則」によってそれ以降日本証券業協会が認めてきたものであるが（前出「03_集団的店頭取引の組織化について [1961.6.7]」の箇所を参照）、これが証券取引法の1992年改正で証券取引法に位置づけられ、不公正取引禁止規制の対象とされ、その際に「店頭売買有価証券」と定義されることとなった（市場で売買されるものとは位置づけられなかった）。その後、証券取引法の1998年改正で「店頭売買有価証券市場」として位置づけられることとなった（店頭登録銘柄はジャスダック銘柄となって「市場」銘柄すなわち上場株式となった）。また、この1998年証券取引法改正において、新しくいわゆるPTS（私的取引システム）制度が導入された。その後、2004年にジャスダックの運営主体である「株式会社ジャスダック」は商号を「株式会社ジャスダック証券取引所」に変更し、同年12月に証券取引法上の「店頭売買有価証券市場」から「取引所有価証券市場」へと転換した。

その一方で、日本証券業協会が「店頭取扱有価証券」と呼ぶものは、非上場の株券等（店頭有価証券）のうち、上場会社並みの開示が行われているもので、勧誘が認められている。法制度としては、証券取引法の2004年改正により、「取扱有価証券」が取引・気配情報の報告・公表義務の対象となり、証券取引法上位置づけられた。「取扱有価証券」には不正行為の禁止やインサイダー取引規制等の不公正取引禁止規制も適用されるが、相場操縦の禁止や相場変動の風説の流布の禁止の規定は適用されない。いわゆるグリーンシート銘柄は、金融商品取引法上の「取扱有価証券」である。「取扱有価証券」は、認可協会（日本証券業協会）

がその規則において投資勧誘を禁じていない株券などの非上場・非店頭登録の有価証券（株主コミュニティ銘柄を除く）をいうこととされた。なお、グリーンシート銘柄は1997年に開始したが、2018年に廃止されている。いわゆるフェニックス銘柄も取扱有価証券であり、2008年に開始したが、株主コミュニティ銘柄が2015年に開始したこともあり、2016年以降は存在しないようである（店頭市場の歴史については、松尾順介「非上場株式の取引制度」日本証券業協会編『日本証券業協会50年の歩み』207頁（2024年）参照。金融商品取引法との関係での「市場」概念についての筆者の整理として、拙稿「金融商品取引法における市場概念」公益財団法人資本市場研究会編『企業法制的将来展望—資本市場制度の改革への提言—2024年版』367頁（2023年）参照。なお、後出「54_店頭特則市場の株式公開制度等の在り方について [1995.9.29]」の箇所も参照）。

■48_ ディスクロージャー制度の見直しについて（基本問題研究会ディスクロージャー小委員会報告） [1991.4.26]

■49_ 証券取引に係る基本的制度の在り方について（基本問題研究会報告書） [1991.5.24]

これら2つの報告書では、取り上げられた事項が金融の証券化に対応した証券取引法上の有価証券概念の拡大、同法上の公募概念の見直しと私募に関する規制の整備その他の発行・流通開示制度の整備、仲介業への銀行・証券会社等による相互参入など、きわめて広範にわたっている（詳細はこれらの報告書をごらんいただきたい）。これらの報告書における提言は、1992年6月26日公布の証券取引法等改正（同年法律87号、施行は1993年4月1日）で実現している。証券取引審議会と並行して金融制度調査会においても金融制度の改革が審議・答申され（金融制度調査会の答申や関係資料は、大蔵省内金融制度研究会編『新しい金融制度について—金融制度調査会答申—』（金融財政事情研究会、1991年）に収録されている）、そこでの提言に基づいて1992年には銀行法等も改正され、証券業や銀行業などの仲介業へのいわゆる業態別子会社方式による相互参入が認められるなど、全体として「1992年金融システム改革」が実現した（河本一郎「証券取引法の改正」商事法務1309号71頁（1993年）、仲浩史＝中村明雄「金融制度・証券取引制度改革法の概要」商事法務1293号2頁（1992年）参照。証券取引法改正を含めて1992年金融システム改革に係る法改正の新旧対象条文は商事法務1282号（1992年）に掲載されている）。その後、独占禁止法の1997年改正による持株会社の解禁を受けて、銀行法、証券取引法等の改正を含む「1998年金融システム改革」が実現し、銀行業や証券業などのいわゆる持株会社方式が認められるにいたり、現在の持株会社形態での金融グループの形成につながっていった。

この間の日本の金融・証券市場分野は、バブル崩壊（1989年末）後の証券市場の不況と不良債権問題をかかえた金融機関の状況を抜きにして語ることはできない。今日のみから見ると、この時期における証券取引審議会の審議の対象は限られたものとなったように見える

が、それでも、証券取引審議会として、次の報告書以下で紹介する報告書等が公表されたことは興味深い。

証券取引審議会と金融制度調査会が金融システム改革に関する審議と提言をした矢先ともいえる時期の1991年6月に四大証券会社が（バブル崩壊により巨額の損失を受けた）大口顧客に対していわゆる損失補てんをしていたという証券不祥事が発覚した（その詳細は、その後の展開と1991年10月の証券取引法改正（同年法律96号）を含めて、金融・証券研究会編『改正証券取引法—改正の経緯と解説—』（新日本法規出版、1991年）において詳しい説明がされている）。これに対応するため、内閣総理大臣から諮問を受けた臨時行政改革推進審議会は1991年9月13日に「証券・金融の不正取引の基本的是正策に関する答申」を公表した。これに基づいて、1991年10月に証券取引法が改正され（同年10月5日公布、同年法律96号。1992年1月1日施行）、証券会社による損失保証と損失補てんの禁止と取引一任勘定取引の禁止等が法律上明定され、また、1992年6月5日公布の証券取引法改正（同年法律73号。同年7月20日施行）により、1992年7月20日に証券取引等監視委員会が設置された（証券取引等監視委員会については、その経緯を含めて、阪田雅裕『証券取引等監視委員会—日本版SECの誕生』（財団法人大蔵財務協会、1993年12月）に詳しい）。そして、金融システム改革に係る法改正は、上述した1992年6月26日公布の証券取引法等改正（同年法律87号、施行は1993年4月1日）によることとなった。

また、1992年の金融システム改革の後の改革については、しばらくの間は証券取引審議会では審議は（一部事項を除いて）行われていないように見受けられる。その代わり、1993年4月に大蔵省に「株式市場を巡る基本問題勉強会」が設置され、8回の会合が開催され、そこにおいてバブル崩壊後の株式市場の分析などが行われ、そのうえで次の改革に向けた基本的な議論が行われて同年6月にレポートが公表された（大蔵省・株式市場を巡る基本問題勉強会グループ編『株式市場を巡る基本問題勉強会レポート』（財団法人資本市場研究会、1993年）として公刊されている）。

本稿が対象とする証券取引審議会の報告書等は後出の「56_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 [1996.6.11]」までであるが、その後、1996年11月11日に内閣総理大臣によって「金融ビッグバン宣言」がされ、1997年の独占禁止法改正（持株会社解禁）と1998年の金融システム改革（証券取引法、銀行法等改正）につながっていった。この間、証券取引審議会でも精力的な審議が行われた。1996年11月11日の内閣総理大臣による金融ビッグバン宣言の内容とその後の各種の審議会等による審議の経過等は、金融庁に引き継がれたウェブサイト上で閲覧することができるが、以下に、列挙しておく。

- ・1996年11月11日 内閣総理大臣より、大蔵大臣並びに法務大臣に対し、内閣の最重要課題の改革の一つとして「金融システム改革」に全力を挙げて取り組むよう指示。
- ・同年11月15日 大蔵大臣から、証券取引審議会、企業会計審議会、金融制度調査会、保険

審議会、外国為替等審議会の5審議会の会長に対し、2001年までの間に金融システム改革が完了するプランをできる限り早急にとりまとめるよう要請。大蔵大臣の要請を踏まえ、各審議会で検討開始。

- ・同年11月29日 証券取引審議会・総合部会において、これまでの議論を整理した「論点整理」を了承し、公表。
- ・同年12月19日 外国為替等審議会・法制特別部会において、外国為替及び外国貿易管理法（外為法）の改正についての審議をとりまとめ、総会に報告。
- ・同年12月26日 金融制度調査会・金融機能活性化委員会において、「金融機能活性化委員会のこれまでの議論の整理と今後検討すべき事項について」を公表。
- ・1997年1月16日 改革のフロントランナーとして、外国為替等審議会・総会において、「外国為替及び外国貿易管理法の改正について」を答申。
- ・同年1月30日 「金融システム改革連絡協議会」を設置、第1回会合を開催。
- ・同年2月7日 企業会計審議会・総会において、「連結財務諸表制度の見直し案」（公開草案）をとりまとめ公表。
- ・同年3月21日 「金融システム改革連絡協議会」第2回会合開催。
- ・同年3月28日 金融・証券・保険分野を含む各分野の規制緩和策を盛り込んだ「規制緩和推進計画の再改定」を閣議決定。
- ・同年3月28日 制度面でのインフラを世界的レベルにまで引き上げ、もって市場の活性化を図ることを目的として、市場活性化特別法とも言うべき法律を制定することを発表。
- ・同年3月31日 不良債権処理の促進のため、「担保不動産等流動化総合対策」を策定。
- ・同年4月18日 審議会の検討状況や措置内容を分かりやすく整理した現状整理を取りまとめ公表。
- ・同年5月13日 証券取引審議会・デリバティブ特別部会において「有価証券関連の店頭デリバティブ取引について」を取りまとめ。
- ・同年5月16日 「外国為替及び外国貿易管理法」改正案が国会において可決・成立。
- ・同年5月16日 証券取引審議会・総合部会において「ワーキングパーティ主査報告」を取りまとめ。
- ・同年5月16日 保険審議会・基本問題部会において、事務局より「論点メモ」を提示。
- ・同年5月23日 「金融システム改革連絡協議会」第3回会合開催。
- ・同年6月6日 企業会計審議会総会を開催、「連結財務諸表制度の見直しに関する最終意見書」並びに「金融商品・研究開発費に係る会計処理基準の論点整理（中間報告）」を取りまとめ公表。また、企業財務懇談会より「研究開発費に係る会計基準の検討にあたっての論点の整理」を審議会に報告。
- ・同年6月13日 証券取引審議会総会を開催、最終報告書を取りまとめ公表。

- ・同年6月13日 金融制度調査会総会を開催，答申を取りまとめ公表。
- ・同年6月13日 保険審議会総会を開催，最終報告書を取りまとめ公表。
- ・同年6月13日 「金融システム改革連絡協議会」第4回会合を開催，「金融システム改革のプランの取りまとめにあたって—金融システム改革の基本的な視点—」を取りまとめ公表。
- ・同年6月13日 「金融システム改革のプラン～改革の早期実現に向けて～」を策定。その後，これが1998年の金融システム改革に係る法改正（証券取引法や銀行法等の改正）によって実現した。
- ・同年6月30日 金融関係の規制の撤廃等について新聞発表。
- ・同年7月31日 金融・証券関係の規制の撤廃等について新聞発表。
- ・同年11月28日 国外送金等に係る資料情報制度，民間国外債に係る本人確認制度の整備等についての法律案を可決・成立。
- ・同年12月3日 政府税制調査会金融課税小委員会中間報告。
- ・同年12月3日 罰則の整備のための金融関連法案の一部を改正する法律案を可決・成立。
- ・同年12月5日 持株会社の設立等の禁止の解除に伴う金融関係法律の整備等に関する法律案，銀行持株会社の創設のための銀行等に係る合併手続の特例等に関する法律案を可決・成立。
- ・同年12月5日 支払保証制度に関する研究会報告書とりまとめ。
- ・1998年1月9日 平成10年度税制改正要綱閣議決定。
- ・同年1月30日 銀行グループのリスク管理等に関する懇談会報告書とりまとめ。
- ・同年2月3日 SPC法のあり方に関する懇談会論点整理（中間報告）。これに基づいて，1998年に「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」が制定された（同年法律105号。その後，2000年の改正でこの法律の題名が「資産の流動化に関する法律」に改められて，現在に至っている）。

もっとも，この間は，バブル崩壊（1989年末）後の状況の中で金融機関が大量の不良債権を抱えるに至り，金融セクターは，金融行政当局の組織体制を含めて，未曾有の危機に見舞われた時期でもある。1995年にいわゆる住専問題が顕在化し，1997年に山一証券と北海道拓殖銀行が破綻し，1998年には日本長期信用銀行と日本債券信用銀行が破綻して一時国有化された，1998年に「金融機能の再生のための緊急措置に関する法律」（同年法律132号）と「金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律」（同年法律144号）が制定されて金融再生委員会が設置された。そしてさらに1997年の法改正によって1998年6月に金融監督庁が設置されている（本稿冒頭参照）。こうした危機対応がされる一方で，ビッグバン宣言の法制化として1998年の金融システム改革（証券取引法や銀行法等の改正）が実現するなど，今日の日から見ると嵐が吹き荒れるなかでの展開となった時期である。

■50_ 証券市場における適正な競争の促進等について [1992.1.28]

この報告書は、イギリスでビッグバンと呼ばれた証券業者の株式委託売買手数料の自由化を日本においても目指して提言をしたものである。この提言は、その後の「52_大口取引に係る株式委託手数料の自由化について [1993.3.30]」の報告書（後掲）で、大口取引に係る証券会社の株式委託売買手数料の自由化が具体的に提言され、手数料の自由化が段階的に実施されるに至った（後出「52_大口取引に係る株式委託手数料の自由化について [1993.3.30]」参照）。

■51_ 相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について（不公正取引特別部会中間報告書）
[1992.1.28]

この報告書は、当時裁判において議論のあった相場操縦禁止規定の解釈・運用のあり方を審議したややめずらしいものである。協同飼料事件における東京地裁と東京高裁の判決を素材として審議がされ、相場操縦禁止規定の要件として誘因目的を重視する東京地裁判決の立場でなく、変動取引を重視する東京高裁判決の立場に賛同する提言がされた。しかしながら、その後に出された最高裁の決定（最決平成6年7月20日刑集48巻5号201頁）は東京地裁の判決に賛同する立場をとり、最高裁はこの報告書の立場と異なる立場をとることとなった（横島裕介『平成6年度重要判例解説』153頁（有斐閣、1995年）、今井猛嘉『金融商品取引判例百選』112頁（有斐閣、2013年）などを参照）。

なお、この報告書は誘因目的という主観的要件を強調すると運用に難があることを指摘するものであり、最高裁決定は規定の文言に沿って誘因目的という主観的要件を強調することとなったが、そもそも相場操縦禁止規制を架空取引だけでなく実取引にも適用することがよいかについては国によって立法政策が異なっており、より根本的な議論があるところである（藤田友敬「相場操縦規制の基礎理論」第1期JSDAキャピタルマーケットフォーラム研究論文集215頁参照（2016年））。

■52_ 大口取引に係る株式委託手数料の自由化について [1993.3.30]

この報告書は、大口取引に係る証券業者の株式委託売買手数料の自由化を具体的に提言したものであり、この報告書の提言に基づいて、手数料の自由化が段階的に実施されるに至った。その後、1999年10月1日から小口取引をも含めて証券会社の株式委託売買手数料は全面的に自由化され、今日に至っている。

■53_ 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（公正取引特別部会報告書） [1994.2.7]

この報告書は、1994年の商法改正で自己株式の取得規制が緩和されたことを受けて、証券取引法における自己株式の取得に関連する相場操縦禁止規制と公開買付規制等のあり方を審議したものである。この報告書における提言を受け、また、2001年6月の商法改正による自己株式の取得規制の抜本的な緩和にも対応して、2001年証券取引法改正によって相場操縦禁止規定の特別規定として当時の証券取引法162条の2が新設され、金融商品取引法162条の2に引き継がれているほか、情報開示規制や公開買付規制の改正も行われ、金融商品取引法に引き継がれている。

■54_ 店頭特別市場の株式公開制度等の在り方について [1995.9.29]

この報告書は、店頭株式についての公開場面でのルールの整備（規制の一部緩和を含む）を提言したものである。なお、店頭市場自体に関するその後の展開について、前出「47_ 店頭市場に対する行為規制の適用について（不公正取引特別部会報告書） [1991.4.26]」の箇所を参照。

近年では、非上場株式についての発行市場・流通市場の整備が課題となっており、たとえばイギリスではPISCES（非上場株式の流通市場）整備の提案（2024年）などの動きが見られ、日本でも、発行市場については、2015年から株式投資型クラウドファンディング制度、2022年から特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）が設けられてきているが（日本証券業協会・前掲「日本における非上場株式の取引制度」参照）、2024年の金融商品取引法改正において、非上場有価証券特例仲介業務の整備（登録要件等の緩和）がされ、また、取引規模が限定的で、かつ、流動性の低い非上場有価証券のみを取り扱うPTS（私設取引システム）業務について第一種金融商品取引業の登録のみで運営できるよう緩和がされた（齊藤将彦＝平林高明＝藤野哲生＝和氣宏昭＝西川昇大＝福原亮輔「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律の解説—資産運用の高度化・多様化に向けた見直し—」商事法務2363号4頁（2024年）参照）。そして、さらなるルール整備を含めた検討が進められている。

なお、この報告書では、前掲「41_ 株式公開制度の在り方について [1988.12.21]」で導入された株式公開（IPO）時の入札制を（ベンチャー市場に限って）ブックビルディング方式への変更を提案し、それが実施されたが、その後、1997年6月の証券取引法審議会総合部会の市場ワーキングパーティ報告書によって全面的にブックビルディング方式に移行した（藤井修一「ブックビルディング方式の導入に伴う企業内容等の開示に関する省令の改正」商事法務1469号9頁（1997年））。

この点に関連して、商法上は、株式会社の新株発行の際には、取締役会決議によって発行価額（2005年制定会社法では「発行価額」という用語は「払込金額」に変更）を決定することが要求されており（商法280条ノ2第1項3号）、いわゆる算式表示での発行価額の決定は解釈上可能とされたが（河本一郎「時価発行価額の算式表示による公示—その意味と背景」商事法務989号2頁（1983年）、二宮洋二「新株発行手続における算式表示方式の導入について」商事法務994号9頁（1983年）。法務省の見解（民事局第4課長回答、1983年9月20日）は商事法務987号86頁（1983年）に掲載されている）、会社法では文言が明確化された（会社法199条1項2号）。ブックビルディング方式での発行価額の決定は商法改正が必要であると解されるに至り、2001年6月の商法改正（同年10月1日施行）によって、「市場価格アル株式ヲ公正ナル価額ニテ発行スル場合」にブックビルディング方式での発行価額の決定を認める明文の規定が設けられた（改正後の商法280条ノ2第5項。現在の会社法201条2項に引き継がれている。森本健一「新株発行における発行価額等の表現と日程の短縮」商事法務1611号25頁（2001年）参照）。

■55_ 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 [1996.2.9]

今では売買目的有価証券の時価法での会計処理はあたりまえのことかもしれないが、当時は、証券会社がトレーディング業務により売買をした有価証券の会計処理の基準は、当時の商法に基づく会計処理を受けて原価法であった。この報告書は、世界的な議論の流れも受けて、これを時価法とすることを提言したものである。この提言は、銀行についてを含めて1996年の証券取引法改正・銀行法等改正で実現した。その後、1999年に企業会計審議会により「金融商品に係る会計基準」が公表され（1999年1月22日）、さらにその後、この基準は、2001年から会計基準開発主体となった企業会計基準委員会（2001年7月26日に財団法人財務会計基準機構が発足、同年8月7日に企業会計基準委員会の第1回会合を開催。経緯を含めて『ASBJ/FASF 10年史』（公益財団法人財務会計基準機構、2012年）に詳しい）により企業会計基準第10号「金融商品に関するの会計基準」とされ、2016年と2017年に改正されている。また、1999年の商法改正によって商法の会計規定も改正され、売買目的有価証券は時価法で会計処理することとなった（岸田雅雄「商法改正と時価主義会計の導入」商事法務1543号4頁（1999年）参照。日本私法学会での報告として、斎藤静樹「会社の計算をめぐる商法改正の成果と問題点」1569号38頁（2000年））。

この報告書では、時価法を採用した場合でも評価益部分を商法上の配当可能利益から除外することが提言され、それが実施されたが（上記の1996年証券取引法等改正、1999年の商法改正（同改正後の当時の商法290条1項6号））、2005年に制定された会社法のもとでは、そのような制限はなくなっている。

■56_ 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 [1996.6.11]

この報告書が取り扱った問題は、イギリスの投資銀行であるベアリングス社の破綻という事件（1995年2月）を契機として、世界的に議論がされた課題であるが、この報告書は、日本の証券取引所における先物・オプション取引に係るリスク管理の改善を提言したものである。

なお、この報告書における提言の実施と合わせて、上記のベアリングス事件を教訓として、取引所が管理する証拠金の顧客への返還についての法律構成が改められた。具体的には、証拠金の差入れは証券会社を通じて行うが、証券会社が破綻した場合には証拠金の返還は直接取引所から顧客にすることとし、顧客がリスクを負わないことが明確にされた（岩崎範郎「先物・オプション取引に係る証拠金・値洗い制度の改正等」商事法務1474号13頁（1997年）参照）。

Ⅲ. むすびに代えて

本稿冒頭で言及したように、証券取引審議会は、金融行政機構の改組によって1998年6月に大蔵省が担っていた金融機関の検査・監督部門を分離して金融監督庁が発足したことに伴って廃止され、その機能は金融制度調査会等と統合された大蔵省の金融審議会が担うこととなったが、その後、金融監督庁は1998年12月に金融再生委員会の下に位置することとなり、さらにその後、中央省庁の再編を前に、2000年7月に大蔵省の金融制度の企画・立案機能をも吸収して金融庁が誕生し、2001年1月の中央省庁再編に伴い金融庁は内閣府の外局となったことを受けて、金融審議会は金融庁に置かれ、今日に至っている（金融行政機構の改組の詳細は、金融庁「金融行政機構の推移」（金融庁ウェブサイトに掲載）を参照）。

本稿で取り上げた証券取引審議会の報告書等は、各報告書等に至る審議当時の日本経済と金融・証券セクターを取り巻く背景事情を抜きにして語ることはできない。ただ、いずれにせよ、日本の証券分野の制度と実務の改善に向けて証券取引審議会が精力的な審議を経て果たした役割は大きかったと言ってよいと思われる。

（東京大学名誉教授）