

株式取得機構について

小林 和子

アメリカにしかけられた「テロリスト・アタック」から半年以上になる。一時はすべてがこれを中心に動いていたような感じがあったが、数ヶ月たてばそうもいかない。目は国際情勢に釘付けでも、手は山積した問題を片付けなければならぬ。そういう、いささか混乱した空気の中で、銀行法等の一部改正と銀行等の株式等の保有の制限に関する法律が制定された。

銀行法等の一部改正では、第一に銀行の5%超株主（子会社や救済支援等の特殊な例を除き、保険会社、一部に事業会社）に株式取得に関する届

出制を導入するとともに、銀行経営に実質的な影響力を有する株主（原則20%以上保有、グループ又は単体）を「主要株主」として、予め認可を得ることとした。主要株主に対しては日常的な適確性の判断報告徴求等のほかに、「銀行経営悪化時の対応」として50%超の主要株主に「子銀行経営の健全性確保のための措置」を求めうる。第二に新たなビジネス・モデルと規制緩和として、支店設置の認可制から届出制への転換、銀行業は他業禁止ではあるが利用者利便の向上を図るため、普通銀行本体での信託業務を解禁する等が行

われる。保険会社等についてもほぼ同じ措置とされた。

保有制限法との関わりでは、前半がとりわけ注目される。銀行等特別な金融株式会社株主に主要株主としての、さらには五〇%超の完全支配株主としての自覚を持たせ、日常的には有効な経営チエックを行い、経営危機時には時宜に適した措置をとることを「法的に」「求めうる」としたことだ。一般事業会社と銀行とのメインバンク関係はほぼ消滅したとみられるが、この関係に重ねられるような主要株主と金融機関との関係を明確に法定しようというのである。もちろん時限立法ではない。他方、銀行等の株式保有制限法は、後述のように、保有制限は恒久的であるが、株式等取得機構の存続は一〇年間、その業務の主要部分は「平成一八年九月三〇日まで」と制限されている。一〇年後には金融機関の主要株主と株式保有制限

が金融機関行動を大きく規定することが予想されているのだ。

買取り機構の発想は戦前から

投資家や市場関係者が共同して株式を買い入れ、市場価格に何らかの影響を与えようとする行為は古くからある。大半は、アメリカ株式市場に関する古典的著書であるレフラー『株式市場』（一九五一年）が細かく描いたように、買占め連合（プール）による相場操縦（マニピュレーション）で、意図的に買い上げて高値で売り抜ける行為である。レフラーは第二次世界大戦後に書いていたので、「旧市場の相場操縦」という表現をした。すなわちこれらは一九一九年株式恐慌以前の「旧市場」で広汎にみられた慣行であったが、一九三三年証券法、一九三四年証券取引所法以後の

「新市場」では、法律で明確に禁止されたからである。相場操縦には人為的な価格の吊り上げ、安定、下落の三つのタイプがありうるが、最も一般的なのは価格の吊り上げ型である。市況がノーマルな、あるいは上昇局面にあるときの買占め連合は、目標値まで買い上げて売り抜け、利益をあげるものであるが、一九二九年崩落時の初期には恐慌を来たした証券業者たちが株式買い支えのための共同行動をした。

当時のアメリカ市場は取引所では実物受渡がある取引のみであったが、取引所の外では規制の緩いマージン取引やオプション取引が行われ、大投機を招きもした。これに対して戦前期の日本市場は取引所に個別株式先物取引（名称は定期取引、後に清算取引）を集中しており、取引者は多くが個人のプロフェッショナル（証券業者あるいは投機者）であつた。このため株価暴落で決済が不可

能になつたときには慣行的に「解合い」（とけあい）方式が採られた。上場株式の長期清算取引の場合、数百の銘柄につきそれぞれ当限（とうぎり）、中限（なかぎり）、先限（さきぎり）の名称をもつ一カ月後、二カ月後、三カ月後決済の取引があり、約定日時の異なる、したがつて約定条件の異なる数百ないし数千の取引が併存した。株価暴落時に市場を停止して、これらの各銘柄を期限毎に一つの決済値段を決めて受渡しを強制するのが解合いである。解合いの決定にはそれ以上の価格暴落を防ぐ意味もあつた。その一本値の決定と強制が可能であつたのは、取引参加者の大半がプロフェッショナルであり、その仲間内の代表が決定したからである。もしこの解合いを受け入れなければ市場は壊滅するとわかつていたから、受け入れざるを得なかつた。もっとも取引者は生身の個人であるから大損を出してピストル自殺という

例もあつた。

解合いの慣行があつたためか、買い取りのための資金ブリーングの発想が出るのはかなり遅く、昭和恐慌のころである。アメリカでは「新市場」に向けて連邦証券諸法を作り上げつつあつた。戦前期市場のボトム時期は金解禁恐慌（昭和恐慌）期である。この時期、生命保険会社は業種としての歴史がすでにほぼ五〇年あり、相当額の株式・社債等の有価証券を長期保有していた。そこへ株価の暴落期を迎え、当時の井上蔵相からの懇憑もあつて（『日本生命七十年史』）、手持ち有価証券の価値保全のために生命保険会社三二社は「株式投資資産の一部を抛出して」協同の団体すなわち生保証券株式会社を作り、これを通じて「堅実にして安全なる株式を買い入れて保有し」た。この活動により、各生命保険会社保有株式の値下がり損はある程度でくい止められ、株式市価

の安定にも役立つた。三年ほどで株価は回復したため、生保証券は使命を終えて解散した。その半年ほど後に生命保険会社一六社の共同投資組織として作られた生保投資団には市価維持の要素はなかつた。

統制下の買い支え

株式市場は統制を嫌う。ボトムから回復した後、臨時利得税法の公布や電力統制問題で、昭和一〇年六月に株価が下落すると、東京株式取引所の首脳は商工省や各金融機関に市場救済を要請し、八月には第二次生保証券が設立された。日華事変の発端となつた芦溝橋事件の勃発以後、株価は再び暴落した。臨時軍事費特別会計法や臨時資金調整法が公布される直前の昭和二年九月、東京株式取引所取引員組合等の市場関係者を中心と

する大日本証券投資が設立された。何回も取引員組合委員長を経験し、後に貴族院議員となり、戦後は証券取引委員会の初代委員長ともなった徳田昂平が社長を務めた。第二次世界大戦が勃発し、国内の経済統制が一段と進展するにつれ、再々株価が暴落し、日独伊三国同盟調印の直前、昭和五年九月に日本証券投資が設立された。社長は東京株式取引所一般取引員組合委員長になったばかりの藍沢弥八であった。周知のように藍沢は戦後東京証券取引所の理事長を務めた（昭和三二〜三十六年）。両機関ともに取引所取引員が結成し、短期間とはいえ株式会社組織を採った株価維持機関であり、法に抵触するかもしれないとは誰も考えなかった。

とはいえ当時の株価の間は深く、市場関係者や機関投資家の資力では結局どうにもならなかった。数カ月後の昭和一六年一月初めに生保証券社

長は政府に株価維持対策を申し入れた。これを受けて全国金融協議会は日本興業銀行の提案を可決し、「政府並びに財界全般の支持により」（『日本興業銀行五十年史』）三月末に日本協同証券が設立された。社長の小竹茂始め業務担当者はすべて興銀が派遣した。日本協同証券は日本証券投資の買い持ち株式を肩代わりし、同年七月の米英蘭三国の対日在外資産凍結に際しては、興銀から買入資金融資を受けて強力な買い操作を行った。すでに戦時金融機関化していた興銀に、政府が日本協同証券に対する三億円限度の融資命令を発したことは、市場にはほぼ「無制限融資」と受け止められた。戦時経済下の「融資命令」は絶対であり、損失が出れば政府が補償すると認識されて当然である。協同証券は興銀の「実質的には分身」（同前）と把握されている。実態としてはこのときすでに政府自ら株価を維持したのである。

こうなれば後の展開は速い。政府が株価の維持に係るのならば、株価を統制してもおかしくはない。興銀に対する融資命令の次には「株式価格統制令」（八月）が出された。太平洋戦争開戦時の株価下落を見通してであろう、政府が最低価格を決めることができるとされた。もつともいざ開戦してみると株価は暴騰したので、最高価格も決められることになった。このときは協同証券も売り操作に転じた。宣戦布告をしたとなると、状況は一段と変わった。生産力拡充も戦争遂行の資金調達も政府機関が行うことになり、昭和一七年四月設立された戦時金融金庫に、協同証券は吸収合併された。昭和二〇年三月の東京大空襲までは、戦時金融金庫がその機能の一部で株式市場買い支えを実行した。東京大空襲以後は、日本証券取引所自身が市場における買い支えを引き継いだ。

証券取引所が自らの開設する市場で買い支えを

するとはいかにも奇妙な感じがあるが、日本証券取引所には設立当初からこのような機能が付与されていた。そもそもそれまでの株式会社組織の株式取引所を廃止統合して特別法で作られた戦時金融組織であり、形の上でも政府出資が四分の一あった。この出資比率を梃子にして国家目的が最上位に置かれ、目的を達成するために通常の「市場開設」機能の他に「引受・売り出し、相場維持」機能が定款に記された。ただし相場維持のための株式買取りは特別会計勘定で行われ、戦後はこの勘定が「閉鎖機関」の対象となつて閉鎖された。大日本証券投資——協同証券——戦時金融金庫——日本証券取引所という買取り機構の連鎖はここで断絶した。日本証券取引所法案を審議した帝国議会審議録を読むと、相場維持機能が特殊戦時下の機能と考えられているようでもあり、戦争に勝利したあとの平時にも通用すると考えられて

いるようでもある。このときの証券取引所は公的機関である。公的機関による相場維持が平時にも必要かもしれないという後者の発想が戦後も底流として残り、これが折にふれ表面化し、市場の危機時には買取り機構として現実化するのである。

証券恐慌時の二組織

戦後最初の証券市場不況は昭和二四年から二五年にかかると時期である。この時すでに証券保有金庫構想があらわれ、増資調整も実行された。しかし不況が長期にわたらなかつたこともあつて保有金庫は構想に止まり、現実の市場の支えとしては昭和二六年に証券投資信託制度と信用取引制度が導入された。次ぎにこうした構想が出てくるのは昭和三六年後半から四〇年に至る長期不況の過程である。ここでも対策は増資調整とセットに

なつていた。三六年夏から二年経つた三八年夏ごろから証券界で株式買取り組織、プーリング組織の構想が開始された。当初東京証券界で考えられたものは東証正会員の任意参加組織であつたが、その後の検討過程では会社型投信案、証券中央銀行や証券対策特別立法を将来展望する案も出され、業界として一致した方向は固まらなかつた。一方、興銀の一部でも似たようなことが考えられていたらしい。結果としては興銀を中心とした銀行案で行くことになつたのが、昭和三九年一月創立の日本共同証券である。

日本共同証券は登録制の証券会社であり、株券の売買とそれに付帯関連する業務のみを営むことを目的とした。発起人九名のうち証券界からは大和證券の福田千里のみ、出資は市中銀行一二行、興銀・長銀、証券四社であつたが、その後増資が進み、協調融資団も作られ、産業界も株式預託す

るなど財界挙げてのバックアップ体制となった。しかしほぼ一年経つてなお株価は下げ続けたため、三九年一二月末には新たな機関の設立が構想された。

昭和四〇年一月に設立された日本証券保有組合は民法上の任意組合であり、組合員の資格は証券取引所の会員である証券業者に限り、組合員からの株券の買い入れ保有を主な事業内容とした。目的には「投信および証券業者が保有する証券取引所上場株券の買い入れ保有」と明記されたが、一方「組合員からの」買い入れであるので、投信保有株券は組合員を通じて買い入れられた。共同証券が一般証券会社と同じ目的で設立されたのに対して、保有組合は「目的」の中に「証券市場における需給の改善および証券業者の体質改善をはかり、もつて、資本市場の機能の回復に資するものとする」という文言が入った。需給の改善とはつ

まるところ相場の上昇である。存続期間は三年である。組合員は組合に買い取ってもらった株券の金額の一分を現金あるいは有価証券で出資する。しかしこの出資は買い入れの事後であり、当初の買入資金は日銀資金が融資された。

これらの二機関は——検討過程では関連して特別立法も考えられたようだが——既存の法的構成を用い、基本的に臨時組織としての役割を終え、保有組合は昭和四四年一月に、共同証券は四六年一月に解散した。株式買取り機構として数年で一応の機能を果たし、とりあえずは「成功例」を歴史に残しえたのは、予想外に早く、また高く、市場が回復したためであった。もつとも相場維持効果という点では成功したのは短期間であり、市場参加者の一部に対する集中的救済の結果、市場構造を歪めたことも否めない。また市場の積極的回復に寄与するところは無かったといえる。

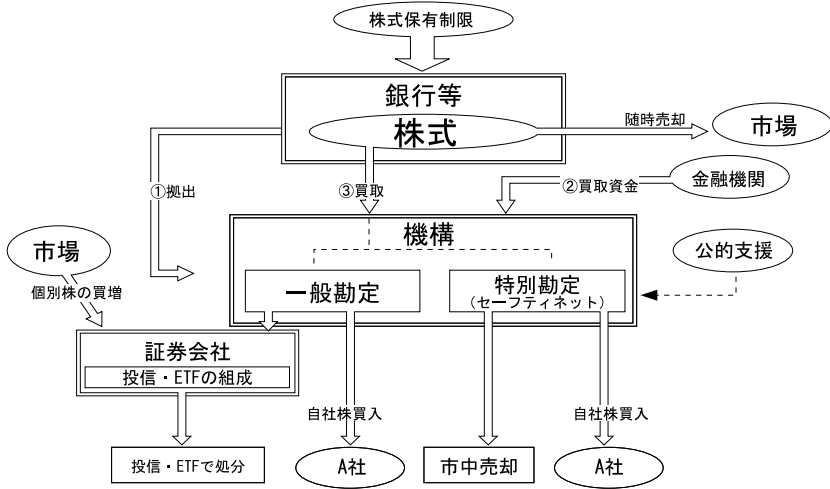
銀行等保有株式取得機構

昭和四〇年代の前半、証券恐慌後の回復過程において、前述の二機関は市場救済機能を果たした結果大きな手持ちとなっていた株式を徐々に売却した。その売却が再び市況を崩してしまつては元も子もないので、市場に出さずに当該株式発行会社の取引先あるいは系列の金融機関や事業会社などに頼んで保有してもらつことが多くあつた。金融機関も事業会社も第一次高度経済成長期を経験しており、内部留保促進政策の効果もあつて生み出されていた内部資金を用いて、事業会社間の株式相互持合いや、同系列の銀行・生命保険会社を片側に据える日本型持合いの基盤が形成された。その後の三〇年で拡大し、個別企業にも市場全体にも過重負担となつた相互持合い株式の、市場に

負荷をかけない解消策として、抜本的対策として考えられたのが、今回の銀行等保有株式取得機構である。巨額の持合いの形成と解消であるから、株式の動きは三〇年前と今回とは逆方向になる。

株式の売買は本来市場参加者の自由である。法的措置や行政指導による強制は不要である。しかし、個別の市場参加者の自由に任せておいては「市場が崩壊する」というとき、すなわち非常事態においては、何らかの強制措置が必要かもしれない。という発想が日本の市場には極めて受け入れられやすい素地があることは歴史が示している。とはいえ、これはあくまで素地であり、今回の法制は直接には平成一三年四月の緊急経済対策の一環であり、同時にアメリカ法への鞘寄せでもある。銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律は、アメリカではすでに七〇年も前に、連邦証

株式取得機構について



(注) ETFとは、TOPIX等の株価指数に連動して価格が変動する上場投資信託
(出所) 金融庁資料

券諸法成立以前に成立している銀行法改正の、銀行の株式保有制限を、緩やかな形で日本に導入することが先にあり、その受け皿として株式取得機構が考えられた。直接には株式市況低迷時の緊急対策であるため、どうしても証券恐慌時の二機関と類似的な性格のものとして捉えられがちだが、よく読むと「金融システムの構造改革を推進し、その安定性への信頼を高め」などとある。そうであるならば金融・証券ビッグバン政策の立案時になぜここまで言及しなかったのか。遅れに遅れた金融機関政策の、後始末として出てきたものといわざるを得ない。株式保有制限をするために特別立法の形式を採り、日銀資金を使わないなどの点でも、証券恐慌時の二機関とは異なる。

同法は、大きく三つの部分に分かれる。一の総則では、目的として「銀行等の公共性及び銀行等をめぐる諸情勢の著しい変化にかんがみ、銀行等

の業務の健全な運営を確保するため、当分の間、銀行等による株式等の保有を制限するとともに、その制限の実施を図り、もって国民経済の健全な発展に資する」ことがあげられる。銀行等とは、銀行、長期信用銀行、農林中央金庫又は全国を地区とする信用金庫連合会をいう。

二は、銀行等による株式等の保有の制限である。銀行等及びその子会社等は、当分の間、株式その他これに準ずるもの（株式等）については、合算して、その自己資本に相当する額（株式等保有限度額）を超える額を保有してはならない。合併その他のやむを得ない理由がある場合には、主務大臣の承認を得て、この限度額を超えて保有できる。この規定は銀行持株会社及び長期信用銀行持株会社に準用される。

三は、銀行等保有株式取得機構である。前出の保有制限実施に伴い、銀行等の保有する株式の短

期間かつ大量の処分により、株式の価格の著しい変動を通じて信用秩序の維持に重大な支障が生ずることが無いようにするため、機構を設立し、銀行等の保有する株式の処分の円滑を図る。会員は銀行等に限り、設立には一〇以上の銀行等が発起人となる必要がある。当初拠出金は一〇〇億円を下回らない額とされる。機構の業務は、①会員の保有する株式の買取り並びに買取った株式の管理及び処分、②会員の保有する株式の売付けの媒介、③拠出金及び手数料の収納及び管理、④付帯業務である。機構は、認可を受けて、信託銀行等に対し、その業務の一部を委託することができる。株式の買取り及び株式の売付けの媒介は、平成一八年九月三〇日までに限り行うことができる。買取りは一般勘定と特別勘定に分かれる。一般勘定買取りはETF等を組成する証券会社又は自己株式取得を希望する事業会社の依頼に基づい

て、機構が会員に対して株式の売却を勧誘するもので、買取り後短期間に希望会社に売却され、買取り資金は売却会社が負担するので基本的には機構に損益は発生しない。特別勘定買取りは会員の申込みに応じて買取り、信託銀行に委託して保有するもので、対象は国内上場株式又は店頭登録株式で、BBB格相当以上の企業が発行したものに限られる。買取り資金として、機構は金融機関から資金の借り入れをし、又は債券の発行をすることができ、国会の議決を経た金額の範囲内で政府保証が付けられる。特別勘定に株式を売却した会員は売却額の八%相当額を拠出する。

株式等の保有の制限は平成一六年九月三〇日から施行されるが、事情により最大二年の猶予が図られる。二年の猶予は株式取得機構の買取り活動期間（平成一八年九月中旬期末まで）に一致する。取得機構に関する規定は一四年一月四日から

施行され、現実の取得機構は一二八機関（農林中金・信金中金を含む）の参加で一月末に発足した。一六年九月中旬期末までのほぼ二年半が活動の正念場となる。株式売却必要額は個別の銀行ごと計算され、その累計は平成二二年度末決算時点で約一兆円（金融庁）だが、その後不良債権の処理で自己資本も減り保有株式額も減った（量的売却、時価の減少）と思われる。この時点では判然としないが一〇兆円前後の額を二年半で取得機構に売却するか、その他の手段で処分しなければならぬ。当初、機構への参加表明が少なかったことは、個別のETF組成その他の手段が考えられていたのであろう。特別株式買取りの限度額は当面一年度二兆円（一四年度分を入れれば四兆円）が予定されている。機構の存続期間は設立後一〇年、あるいは買い取った株式をすべて処分した場合である。ごく単純に言えば一〇年間の前半

は買取り活動期間、後半は売却のタイミング狙いとなる。

機構の特別勘定業務は二月一五日から始まり、一ヶ月で時価一五〇〇億円強の株式を買い取った。事業会社が保有する銀行株の買取りも考えられている。生命保険会社が保有する株式の買取りについても銀行側から容認論が出てきた。ただし事業会社はともかくとして生命保険会社には相応の拠出金の負担が求められ、この案は後退した。

日本市場はどう変わる

銀行等保有株式制限法には赤と白といってよいほど異なる性格のモチーフが盛り込まれている。銀行経営の健全性維持ひいては金融システムの構造変化のための銀行の株式保有制限と、その制限に抵触するであろう巨額の株式売買を中期的に市

場を回避して行わせる政策である。株式相互持合い解消の流れはすでにこの四〜五年明確であり、銀行側から見ても不良債権処理等の原資として含み益のある持株売却は十分に利用価値があったといえる。今回の法制化は時間を限り決定的な解消要因を浮上させたが、一般勘定に優良銘柄が吸収され、特別勘定にはそうでないものが滞留する可能性が強い。時価総額三〇〇兆円に対する一〇兆円は比率としては非常に大きくは無いかもしいが、市場を回避して売買することに疑問が出ないというもおかしい。日本市場はバブル期には世界最大の、現在でも二位の市場であり、今回の対象となる銀行等はその日本市場で最大の上場業種でもある。銀行救済（ペイオフ直前期末対策）と市場救済（一時的な破綻の回避）が表裏一体となった政策であることは認めるが、これにより中長期的に日本市場がどう評価されるか、どうい

反動が出るかは、なかなかこわいところがある。巨額の売買が価格に反映されない市場は、小額の売買で価格が乱高下する市場であるかもしれない。こういう市場を信頼し続けることは可能だろうか。

もう一つ、銀行が機構に売却した株式は、一般買取りならばETFの組成や自社株買入の対象となり、特別買取りならば管理は信託銀行に委託される。後者の場合、機構が議決権行使について基本的考えを示し、信託銀行が実行することになる。国が大きく関与する認可法人である機構が、場合によっては一〇年間も、相当数の大企業の大株主になることが考えられる。証券恐慌後も数年は証券保有組合が大株主に登場した例が見られたが、今回は期間がかなり長いと予想される。損を出さないためには機構自体が「物言う株主」になるかもしれない。これがどういう方向に影響する

のかは未知数である。

他方、事業会社や保険会社の持株も対応して流動化するとすると、銀行株の保有者にも変動が起きよう。銀行の平成一三年九期末期の大株主状況を見ると（東洋経済新報社『会社四季報』、五大金融グループないし銀行の大株主には共通する特徴が見られる。個別株主で言えば日本トラスティ信託信託口と日本生命保険がすべてに入っていることである。日本トラスティ信託銀行は平成一二年に住友信託銀行と大和銀行が資産管理部門を統合独立させた組織であり、住友信託銀行時代の巨額の企業年金資産等を運用している。業種別に見れば一〇大株主のうち多くて一〜二社に事業会社（トヨタ・松下電産等）が入るのみで、基本的には保険会社と信託銀行信託口という大口資産運用者が株主である。このうち保険会社が銀行株を機構に売却することもないとはいえないだろう。持

合いの解消は銀行自体の株主にもじんわりと影響を及ぼしそうだ。それが銀行等株式保有制限法の本来の目的の一つであるとはいえ、視界は不明、なかなか展望を切り開きにくい状況にあると思われる。

(参考文献)

神木良三『株式市場への公的介入』平成一三年。

石坂泰三『保険会社金融論』現代金融経済全集第二三巻、昭和一〇年。

日本証券経済研究所『日本証券史資料』戦後編第九巻「証券恐慌」、平成六年。

(こばやし かずこ・当研究所理事・主任研究員)