

昭和61年6月5日(木)

昭和56～57年の証券局行政

国民金融公庫副総裁 禿河徹映氏
元証券局長

出席者

元証券局長

禿 河 徹 映

元証券局総務課長（国際金融局次長）

橋 本 貞 夫

財政史編さん顧問

谷 村 裕

協力者（日本証券奨学財団事務局長）

佐 生 壮 一

目 次

1. はじめに — 在任当時の金融市場の概況 —	3
2. 国債の窓販問題 — 3人委員会 —	5
3. 証券会社の業務範囲の拡大	8
(1) 海外CD、CPの取扱い問題	9
(2) 金の取扱い	10
4. ゼロ・クーポン債の取扱いをめぐる動き	10
5. 株式市場の問題 — 証取審の検討 —	13
(1) 時価発行増資	13
(2) 個人株主比率の低下	15
(3) 店頭市場の育成	15
6. 外国証券会社の取扱い — 証券取引所関連 —	16
(1) 取次手数料のバック・ペイ	17
(2) 取引所会員権の開放問題	17
7. 公社債市場の問題 — 新国債ファンドの設定、ワラント付社債の発行等 —	19
8. その他 — 証券会社の合併、株券の振替決済制度、企業会計審、税制等 —	20

1. はじめに — 在任当時の金融市場の概況 —

禿河 はじめに、在任当時の金融あるいは経済情勢から簡単に触れていきたいと思えます。

私が証券局長として在任しましたのは、56年の6月から57年の6月までの約1年の期間でした。当時は、ちょうど第二次石油危機と言われた中で、国際的には我が国の経済パフォーマンスは、先進諸国の中でも優等生だと言われておりましたが、国内の経済情勢は、55年の春から、いわゆる景気のかげり現象と言われておるような状態に陥ったわけでございます。

このために、金融政策の面では、55年の夏以来、金融緩和措置がとられてまいりまして、公定歩合も、私の就任します前、56年の3月までに3回引下げが行われ、9%から6.25%に下がりました。

ちょうどこの間、56年1月には、アメリカでレーガン政権が誕生しましたが、4月以降は、アメリカの金利が大変上昇し、円安という状態になって、債券市況は大変悪くなり、国債消化の面でも大変大蔵省は苦勞したという状況でございました。

その後、10月以降になりますと、アメリカの金利も低下するというふうなことで、国債消化環境は改善されてまいりましたし、12月には、公定歩合の第4回の引下げが行われて5.5%になりました。

しかし、年が明けて1月以降はアメリカの金利が再上昇する、また、円レートが低下するということもありまして、我が国経済の全体の動きとしては、円相場の低迷とか、世界経済の停滞による輸出の減少とかいうようなことから、景気回復がなかなか進まなかったという状態でした。

こういう状況の中での資本市場の動きとしては、56年度はアメリカの金利の高水準、さらにはその乱高下の影響を大変強く受けて、債券市況が急変動するという非常に波乱に富んだ状況でした。このために、国債の休債とか、非市場性国債の発行とかいうふうなこと、さらには頻繁な発行条件の改定等が行われたわけでありまして。

ただ、民間部門におきましては、当時、第二次石油危機を乗り切ったという自信を

背景に、省エネを中心とする設備投資の需要がかなり高まり、企業の資本市場からの資金調達が大幅に増加いたしました。

53年度から55年度にかけては、資本市場からの調達は毎年度3兆円程度だったわけですが、56年度には5兆円を超えました。特に、55年度の後半から56年度の夏にかけては、株式市場の活況を背景に、いわゆる時価ファイナンスが非常に増大いたしました。転換社債とか株式の時価発行が大変増えたわけです。

それから、我が国の資本市場の国際化が進むという状況も反映いたしまして、円建て外債の発行も大幅に増えまして、54、55年度が3千億円を切った — 2千8百億円ぐらいだったと思いますが、56年度にはこれが6千億円を超えるという状態でした。

以上のような国内市場の動きの中で、当時の証券界と金融界の間に非常に微妙な影響を与え始めたのが、アメリカの金融自由化の流れと申しますか、その波であったと思います。これはもう御存じのとおりですけれども、アメリカの金融自由化の流れは、1970年代の終わりぐらいから次第に目立ち始めた現象であります。

制度的には、1980年に金融制度改革法によりまして、預金金利の規制の段階的な撤廃が決定されたわけですけれども、金融市場では、既にその前から、MMFとか、CMFというふうな、証券会社の開発した自由金利商品が急激に市場に出回るようになりました。

これに対抗して、銀行の方も、MMCとか、SSCというものの発行を行ったわけです。これらは、いずれも短期の金融市場の動きに応じた自由金利商品と言えるかと思いますが、そういうものが、大変市場にもてはやされるようになりまして、証券界と金融界との競争が大変激化してくるという状況だったわけでございます。

それ以外にも、非金融機関 — シアーズなどのクレジット会社とか保険会社が総合金融サービス業務に進出するとか、あるいは、銀行の証券関連業務への進出とかが活発に見られるようになりまして、ちょうど私が就任したときには、まさに金融革命だということが盛んに言われておりました。

また例えば、シカゴの取引所では、次々と各種の先物取引が行われるようになってまいりまして、私が就任して間もなく、日本証券業協会の会長 — 当時の北浦会長（野村証券会長）が、ぜひアメリカの市場を視察する必要がある、については、大蔵省からもぜひ、証券局からしかるべき人を出してほしいというお話がありました。金融

証券の関係で今後大きく揺れ動くことが必至という情勢の中では、それ相応の人が参加した方がいいだろうということで、当時の橋本総務課長にオブザーバーとして参加してもらったわけです。

その後、金融界でも急遽(きゅうきょ)、調査団を派遣したということがありまして、当時マスコミあたりから、証券界の先を見る動きは早いもんだと言われたような記憶がありました。

こういうアメリカからの自由化の流れがわが国の金融証券市場に大きな影響をもたらしはじめ、また同時に、両業界の関係に微妙といいますか、かなり複雑な問題を起こさせてきておるところだったと思います。

2. 国債の窓販問題 — 3人委員会 —

禿河 以上が当時の全般的の金融情勢ですが、そういう中で、まず取り組みましたのが懸案となっていた国債の窓販の問題でございます。

御承知のとおり、問題の発端は、銀行法の全面改正に伴います証取法65条の取り扱いの問題であったわけです。銀行などが、証券業務に取り組んでいくということで、それに関連する規定の整備を図って行くに当たりまして、大蔵省が省議で55年の12月に決定した三原則というものがあったわけです。

第一は、公共債の証券業務について、銀行法上に明文の規定を設けるということで制度的解決を図るということ。

第二が銀行等の実際の証券業務の取り扱いについては、証取法上の認可にかからしめて所要の規制を適用するということ。

第三に、今回の改正は、制度の整備を図るものであって、実施については今後検討するということ、この三つの原則が省議で合意されたわけです。

この原則をもとにして、銀行法とか、関連の金融業法、それに証取法が改正されて、これが私が着任する少し前、56年の5月25日に成立し、57年の4月1日から施行というふうになりました。それで、三原則の一、二は法制的な問題で、解決がついたわけですが、三番目の「実施については今後検討する」ということが、残された大

きな問題だったわけでございます。

これにつきましては、当然のことながら、銀行界は早期実施、それから、できるだけ広範に取り扱えるようにしてもらいたい、広範という意味は、取り扱い対象証券も幅広く、取り扱うことができる金融機関も、その業務内容もできるだけ広くということ要望しておりましたし、証券界の方は、できるだけ慎重に、かつ限定的な取り扱いをしてもらいたいということ要望して、両業界の利害の対立がかなり鮮明に浮き上がっております。

この問題の解決を図るために、公正中立な識者の意見を聞くのが一番適当であろうということから、いわゆる3人委員会というものが大蔵大臣の私的な諮問機関という形で設けられました。この森永、佐々木、河野3先輩による3人委員会でのいろいろの検討等は、その年の10月に始められ、翌年の3月11日まで9回にわたりまして、ヒアリングを含めて論議、あるいは審議が行われました。

この点につきましては、実は、官房の方が、中立的立場から事務を担当するという事で、特に水野審議官がその衝に当たられたわけですので、全般につきましては、当時の水野審議官からでもお話を聞かれることがおありかと思えます。したがって、私の方からは、証券界でどういう主張があったかというふうなものを中心に、ごく簡単に御報告いたしたいと思えます。なお、この点に関連して問題となりましたのは、法改正当時は、さほどでもなかったかと思うんですが、その後グリーンカードの実施というのが大変業界で問題になり、これが国債の窓販に絡んでいろいろ論議されるようになってきたことです。国債の窓販がグリーンカードのマル優の枠取りと絡んでしまっ、一段と利害の対立問題が先鋭化してきたということです。

それを含めて御報告しますと、先ほども申しましたとおり、証券界は窓販の実施時期はできるだけ遅くと言っておりましたのが、そのうちに、少なくともグリーンカードの制度が定着してからにしてほしいという具体的な主張になってまいりまして、やるとしても大体60年以降にしてほしいということ強く言うておりました。

その理由としては、当時の現状では、1兆円減額ということもあって、国債の発行額が減少する傾向にあるとか、証券会社による消化も大変好調だということから、窓販自体の必要性も薄らいできたではないかということ、それから、もう1つは59年の1月からグリーンカードが実施されることになると、予約の枠取り競争が大変激

しくなるが、その点では銀行が何といても優位に立ってしまう。そうすると、せっかくこれまで国債の販売をやってきた証券界が、グリーンカードの枠取りに負けてしまうということになるので、窓販の時期は、グリーンカード制度が定着してからにしてほしいということでした。

また、対象の金融機関は当初は限定的にやってほしい、都銀、農中から始めてほしいと言っておりました。対象の証券は、長期利付国債だけでいいじゃないかということ非常に強く主張しておりました。これは、中国とか割国というものは、ほとんど証券界で消化している、特にその中でも中国は発行形態がシ団引き受けではなく、入札制をとっておりました、それは全部証券界が引き受けてしまうということでありましたし、そういう点から見ましても、その販売行為は、募集の取り扱いとは全く異なるディーリングそのものだから、これはぜひ外してもらいたい、対象証券は、長期利付国債だけにしてほしいということをおっしゃいました。

それから、業務の範囲も、そういうこともございまして、募集の取り扱いに限ってほしいと。ただ、はね返り玉の買い取りは、ある程度やむを得ないかもしれないが、ただし、その場合も、適正価格で買い取りを行うようにやってもらいたいとかいうことを主張しておりました。同時に、これに関連いたしまして、イコール・フットイングの確立ということも要望をしておりました。例えば、国債関係の預り金に対する付利を認めてほしいとか、あるいは、国債担保金融の道をちゃんと開いてほしいとかいうようなことです。

こういうことがあったわけですがけれども、委員会でいろいろ御議論をなさって3月11日に大蔵大臣に報告をされました。その間に私どもが知っております委員会内での意見といたしまして記憶に残っておりますのは、実施の時期は — 最終的には大蔵省の判断で58年の4月からとなったわけですがけれども — 委員会の中におきましてはもう少し早くてもいいんじゃないか、57年の秋ないし58年の初めからでもいいじゃないかというふうな御議論がありました。また、その時期は、グリーンカードの問題とは切り離して決定すべきであり、そういうことは3人委員会としては関知しないというふうな感じが強く出たことを記憶いたしております。

それから、取り扱いの対象機関につきましては、むしろ区分して、まず都銀とか農中でやって、第2弾はこれこれ、第3弾はこれこれというふうに順次実施をやった方

がいいではないかという御意見もありました。しかしそれをやりますと、今の国債のシ団引き受けの形に大変大きな影響が出るということで、意見書には、きちんと区分、列記するというふうなことはやめられたと思います。

また、対象証券についても、割国はシ団引き受けである以上、対象としてもいいじゃないかという議論もありましたが、これにつきましては割国が出た当時の銀行の反対の事情の説明等があって、当面は割国を外すということになりました。

それから、イコール・フッティングという証券界の主張につきましては、委員会はこれについては関知せず、行政サイドからしかるべくやるべきであるとの意見でした。

それで、57年3月にこの委員会の御意見が出まして、大蔵大臣の決定という形で、この問題に終止符を打たれたわけですが、当時の証券界の反応としましては、決まった以上は我々もその線で協力いたしましょう、しかし、ディーリング、それから中国、割国の窓販を今後引き続き検討するということにつきましては、かなりの危機感を持っておりまして、ディーリング業務は証券業務そのもの、中核であるから反対だという主張は依然として強く残ってありました。

これにつきましては、私どもは実は、3人委員会の再開はもう少し遅いのかなと思っておりましたが、私が替わりました後7月に再開され、翌年の5月にこの問題に決着がつけられました。私がおりました当時の感じとすれば、中国・割国問題は、まだまだゆっくり検討してほしいという気持ちが強かったようでした。ディーリングについても同様でございます。それからもう1つ、当時の証券界の反応としては、イコール・フッティングについて、これは3人委員会としては関知しない、行政サイドの話だということに対して、ある意味での不満があったようでしたが、その後、これも私が替わりました後、利金ファンドの創設が57年の暮にでき、証金担保金融が58年になってからできるようになったというふうなことで、この辺は解決されたのかなと思っております。

3. 証券会社の業務範囲の拡大

禿河 証取法の改正に関連するもう1つの問題は、証券会社の業務範囲の拡大ということでした。

これももう経緯は御存じかと思いますが、簡単に申し上げますと、56年の証取法の改正によりまして、43条の証券会社の兼業の範囲が、従来の有価証券に関する業務というものから、「有価証券に関する業務その他の証券業に関連する業務」というふうに拡大されました。

この改正当時は、主として海外のCD、CPの取り扱いを銀行、証券相乗りの形で認めようということであったようでしたが、私の在任中、さらに金の取り扱いと、累積投資業務にかかる代理業務というものを、兼業の対象として認めることといたしました。いずれもこれは57年4月の改正証取法の施行に合わせて、局長通達を出すということで処理いたしました。

(1) 海外CD、CPの取扱い問題

禿河 この間、特に印象に残りました1つは海外CD、CPの取扱いでした。これに関しましては、証取法等の改正により、証券会社は兼業、銀行は付随業務として取扱い可能ということになったわけで、相互乗り入れ、相乗りということまでいこうとしたわけですが、しかし、先ほど申しました国債の窓販問題をめぐる両業界の意見あるいは利害の対立が激しくなりました上に、銀行界では、海外CD、CPの取扱いが国外のCPの発行問題に将来つながりかねないというような懸念を持ったようです。そのため、海外CD、CPにつきましても、その取扱いの対象をどうするのか、売買単位をどうするのか、そういうルール策定に關要証券業務課長などがかなり苦労していたのが印象に残っております。最終的には、57年の3月末にルールが決まったわけですが、妥協いたしましたのは、1つは、本邦系の現地法人の発行するCP、CDは、当面取扱いを見合わせて、一般のCP、CDを日本に導入した後の状況を勘案して、引き続き協議するということ。2つ目は、実質的に国内での発行募集に該当するような行為をしないようにするということでした。これで一応のルールはできたのですが、当時、実は為替相場が大変よくなかったという事情もありまして、実施は当分見送りということになりました。

なお、いま申しました第1の本邦系の現地法人が発行するCP、CDの導入につきましては、これは一切表には出ておりませんが、当時の宮本保孝銀行局長とは、一般のものの取扱いをやって、大体1年後にはやろうじゃないかというようなことで、話をつけた記憶がございますが、為替の状況とかもありまして、実際にこれが実現し

たのは、2年後の59年の4月かと思います。

それから、これに関連して記憶しておりますことは、海外のCP、CDを取扱うとすれば、為替の取扱い機能という点で、金融、証券の間に差があっては実際上不公平になるものですから、当時の加藤国際金融局長、大場次長にも、国金局の方で、外為の取扱いに関して差がつかないようにぜひとも配慮してほしいということを強く、何度も要請しました。私がいましたときにはとうとう結論は出ませんでした。この問題も確か、その取扱い開始と同時に決着がつけられたと思っております。

(2) 金の取扱い

禿河 それから、もう1つの兼業関係の、金の取扱いですが、これは、金も有価証券と並ぶ投資の対象として考えていいじゃないか、顧客サービスの面でもこれをやっていいじゃないかというような声もありましたし、銀行でこの取扱いを始めるのに対抗する意味もありまして、金の取扱いを認めたわけでありまして。当時、金の取扱いが、証券会社の兼業の範囲に入るのか、入らないのかということで、担当者が法制局まで出かけて、大分苦労した記憶がありますが、金の取扱いというものが、顧客のニーズもあり、社会的な変化もありまして兼業の範囲に入ると見てもよろしいというお墨つきをもらって、これが始まったわけでありまして。

4. ゼロ・クーポン債の取扱いをめぐる動き

禿河 次に、海外商品の取扱いの一つとして、しかもグリーンカードと絡んだ問題として、当時私どもも取扱いに苦慮し、世間でもいろいろ言われたものに、例のゼロ・クーポン債の問題がありました。これもご存じのとおり、ゼロ・クーポン債というのは、アメリカとかヨーロッパのかなり一流とみられる企業が出します割引債券で、期間は7年から10年というものが多く、長期債です。割引発行なものですから、払込金額がもちろん額面よりもはるかに低いわけですが、当時のアメリカの高金利を反映しまして、払込金額は額面の4分の1から3分の1ということで、利回りは複利で大体年14、5%になっておりました。

初めての発行はいつからか知りませんが、56年の4月から、国会等でも問題になり

ました57年2月までで申しますと、額面ベースで101億ドル、払込金額で28億ドルと、大体一流企業30社ぐらいがこの間に発行したわけです。そのうち日本国内で売られましたのが、同じ期間で額面で39億ドルですから、大体38%ぐらい、払込金のベースでは、11億3千万ドルでした。したがって、3分の1以上は日本国内で消化されたわけですが、その推移をみますと、56年中に国内で売られたのは払込ベースで2億ドルだったのが、年が明けると1月に1億5千万ドル、2月には7億8千万ドルということで、57年に入って火がついたような販売状況になったわけです。

これは、当初は、いくつかの中堅の証券会社があまり大っぴらでなしに、56年の春から節税商品としてこそこそ売り始めたようでした。ところが56年の暮ごろに、一部の週刊誌にグリーンカード対策の目玉商品だということで大々的に取り上げられ、税金逃れを図る資産家の間で大変もてはやされてきたという記事が大分出るようになりました。週刊誌の見出しでいきますと「貯蓄の目玉、10年で倍」とか「単利で29.4%の超高金利商品」とかいうふうな見出しでぎらぎら書かれたわけです。

それで、56年の暮から57年の初めになりますと、4社を含め、かなりの証券会社が組織的な販売に乗り出すという状況になったわけです。証券会社としても、税金の関係で、あまり刺激的なことは言えないということで、公然とした宣伝はしなかったわけですが、いわゆる内部資料と称するパンフレット、窓口にもちょっと置いてあるような店頭説明用という資料で見ますと、安全で高利回りだとか、中途売却は自由で非課税だとか、そういうメリットを大変に強調したものがかなり出ておりました。これも御承知のとおり、税制上、満期まで持っておりますと償還差益は雑所得になるわけですが、これは支払い調書とか、告知書の提出義務が当時課されてなかったということもありますし、中途売却でキャピタルゲインが出ましても、これは原則非課税というふうなことで、単に、事実を言っているだけと言えないこともない状態ではあったんですが、大変そういうメリットを強調している販売姿勢であったわけです。

そういうことで、私どもの方としては、2月の初めに、そういう税制上のメリットを過度に強調することはないようにとか、為替リスクや債券自体の流通性について誤解を起こさないようにしてほしいとか、発行日前の予約販売は行わないようにとかいうようなことで、証券会社に注意を喚起したわけですが、2月の販売額が、払込ベースで7億8千万ドルと大変はね上がってしまったということから、3月4日に緊急措置として、外為の指定証券会社26社と本省管理会社5社 — その中にはメリル・リン

チの東京支店も入っていましたが — の責任者に来てもらって、関業務課長から販売の一時停止を要請いたしました。

証券局としては、せっかく55年度の外為法の改正で、そういう資本取引は原則自由ということになったことは尊重すべきであり、また取扱い商品について特定のものだけいかぬというようなことは本来やるべきことではないという基本的な認識はありました。しかし、当時、グリーンカードの実施について各方面から大変論議があつて、その後に延期が決められましたが、大蔵省としては当時はまだ既定方針どおりグリーンカードの実施をやっていくんだというスタンスをとっておりました。そういうグリーンカードの実施に大変大きな穴をあけてしまうということにもなってしまったということ、それから、当時の円安問題に拍車をかけるおそれもあること — 実態は、10億ドル程度の外国証券を日本人が買ったとしても、それが直ちに円安を促すような影響はあまりないかと思ひますけれど — 心理的な円安への影響というふうな問題もございました。ただ、主税局は大変苦々しく思つていながらも、確かに税制は当時そういう、主税局に言わせれば抜けてる面がある、事実は事実だということで、当面すぐに打つ手はないし、国際金融局としても55年の外為法の改正等の姿勢からいっても、打つ手はないということがありまして、ある意味で証券局が泥をかぶつて販売一時停止に踏み切つたということです。

この措置に対する反応としましては、販売の過熱状況などを説明したおかげか国会も、その他一般の人も、まあ緊急措置としてはやむを得ないのかと一応理解していただき、格別の批判はなかつたように記憶しております。証券界も大変よく協力してくれて、びたつと販売は行わないようになりました。国際的にもやや問題になるかという危惧はありましたが、当時開かれておりました日米貿易小委員会でも、格段の話はでなかつたということです。

その背景には、一つは、当時、ヨーロッパでもこれが売られ始めて、西ドイツとかスイス、ベルギー、あるいはフランスあたりでも、課税当局がこの問題を同じように大変苦々しく思ひ、このまま放置しにくいという気持ちがあつたようであります。そういうものも微妙に反映したのかと思ひますが、外国からのクレームなどは何もありませんでした。

ただ、この過熱状態が鎮静化して、証券会社の販売活動の適正化が確保されるならばできるだけ早く解除するのは当然であると初めから考えており、大体3ヵ月ぐらい

で解除してもいいんでないかというのが実は胸のうちにあったわけです。そのために、いろいろ証券会社の販売方法や販売量のガイドラインなども用意しておったわけですが、その後、ますますグリーンカードの議論が大きくなってまいりまして、なかなか決着がつかない、また、円相場の動きも微妙なものがあるということから、在任中はこの解除はできませんでした。結局、1年後の58年2月になって再開されましたが、一時停止直後に内々検討しておったガイドラインが、ほぼそのまま再開に当たって適用されたと思います。

5. 株式市場の問題 — 証取審での検討 —

(1) 時価発行増資

禿河 次に株式市場の問題ですが、これについては証取審にも御検討をお願いした事項に関連してご報告いたしますと、一つは時価発行増資の問題がございます。

御存じのとおり、当時、時価発行増資というものが大々的に行われるようになりました。というのは、株価が55年の9月ごろから56年の8月まで — もちろん短期的変動はありましたが — 上昇を続けまして、55年の9月にダウで7,000円だったのが、56年の8月17日には8,019円と大変上昇しました。このように56年度の株式市況は、前半大変好調で、これを受けて56年度の有償増資による調達が1兆7,932億円、その中で、時価発行公募増資が239件で、1兆2,799億円と、いずれも史上最高を記録しました。この時価発行増資は既にその前からかなりふえておりまして、54年度の4,600億円余りから、55年度は9,000億円を超えるということではあったわけですが、56年度に入ってからブームが続いていたということです。

ところが、56年の秋以降は株価が下落に転じまして、その結果、57年2月末には、56年の4月から57年の2月までの間に時価発行公募増資をした会社202社のうち、半分以上の104社、52%というものが公募価格割れということになりまして、大変批判、不満が続出しました。もちろん全般的な株価水準の低落というものがその主たる原因ですが、実はこれだけの時価発行増資をやった中に改正商法の実施前の駆け込み増資があったことも公募価格割れの一因だと思われます。

この改正商法は、56年の6月に成立しまして、57年の10月施行 — 一部はワラント

債なんかは1年前に施行になりましたが — ということになっていました。

改正商法によれば、時価発行のプレミアムの2分の1以上を資本組み入れしなくてはならなくなる。それに、時価発行増資は最低1年間のインターバルを置くという関係者の申し合せがある。したがって、改正商法が実施される前とにかく増資をしておきたい、できれば来年の9月までに2回やりたい、というのが確かにあったと思われます。数字で見ましても、56年の9月だけで3,100億円以上の時価発行増資が行われたわけでありませう。

申すまでもなく、このことは「資本」と「株主」との関係にかかわる重要な問題ですが、とにかく公募増資に応じたその直後に公募価格割れになるということで、大変に不満や非難が起きました。あわせて、その増資のときに株価操作みたいなものはなかったかとか、あるいは、証券会社の営業姿勢に問題があるのではないかとか、国会で、何人かの国会議員から質問をうけました。

特に記憶に残っておりますのは、共産党の正森さんが、このプレミアムに課税すべしという議論を、主として主税局に、また、そのはね返りとして私の方にはそもそも株式とは何であるかというような基本論から、戦前の大審院判決まで持ち出して、戦前のプレミアム課税の歴史等々をいろいろ言われました。もちろん、このプレミアム課税につきましても、主税局は、「資本取引非課税」の原則というものはやはり崩せないということで、ずっと対応しておりました。

そのほか国会では、時価発行増資のルールをもう少しきちんとしたものにするべきじゃないか、規制を強化すべきじゃないかとか、社会党、公明党方面からいろいろ言われました。もちろん、この時価発行増資につきましても、従来からいろいろ証券業界のルールがありまして、47年の株式部長会の申し合わせを、55年の5月に強化しまして、時価発行増資を行う場合には無償交付や配当性向を重視するということを公約すべきであるとか、公募価格割れ銘柄の次回の増資を行う場合には、利益計画の達成状況が悪いときは2年以上のインターバルを置くというようなルールの強化がなされました。また、これもよく御存じのことですが、中間発行増資のガイドラインが55年の10月に作られました。こういう経緯はあったわけですが、国会ではルールの強化などのほか、販売団を拡充したらどうかとか、いろいろな意見が出されました。私どもも、時価発行そのものは国民経済的な観点から見て決して悪いものではないし、よりよき企業により多くの資金が配分されるという機能は基本的に尊重されるべきであるけれ

ども、こういう状態で証券市場ないし証券会社に対する不信感が起こることは避けるべきなので、時価発行増資の方法等については検討したいということをお断りしました。

(2) 個人株主比率の低下

禿河 また、同時に、株主の比率がさらに一段と低下し、55年度末には 29.21%となりました。これは51年度以降連続低下をして、ついに3割を割るという状況になったわけで、そういう点を考えて見ましても、やはり時価発行増資のやり方などで株式市場に対する不信感を招いたり、個人株主の株式投資意欲を減殺するということがあってはならないというふうな気持ちが強く出てまいりました。

そういうことで、河野証取審会長に5年ぶりに証取審で株式市場の検討をお願いいたしましたわけです。その間、いろいろ河野会長とも接触しまして御相談をしましたが、河野会長も、株式市場の現在のいろんな問題はわかったが、証取審で取り上げて議論をし、何らかの対案というか改善方針を出すためには、お題目だけではだめで、実効のあるピリッとしたものでなくてはならぬ、そういう覚悟で取り組んでもらいたいということを強く言われました。

これは、57年の4月に証取審で、「今後の株式市場のあり方について — 個人株主問題を中心として」というテーマで検討していただくことの見まして、5月の第2回の総会で、時価発行公募増資の検討から入ることになったわけですが、結局は、私は入り口ののところだけで、あとは後任の局長をお願いをしたということになりました。

その後、その年の11月に、第1回の中間取りまとめとして、「時価発行公募増資の諸問題とその改善策」という御提言をいただきました。この審議会には、私は1回目と2回目だけしか出られなかったのですけれども、まず、株主というものは一体何であるかという問題から入っていただきまして、法制的な立場から神戸大学の河本教授にお話をいただいた後、谷村委員から、そもそも株式というものは、会社の純資産に対する株主の持分をあらわすものであるというところからいろいろ議論に入っていたのを記憶しております。

(3) 店頭市場の育成

禿河 以上に関連して、私のおりましたときには具体的な検討をお願いできないままに

なりましたが、店頭市場の育成問題というのがありました。

この問題は、個人株主の拡大策に関連して、かねてから業界、特に中小証券から意見が出されておりました。それは、将来性の高い中堅企業で上場するまでに至ってないものに対しても市場を開放し、その成長性を投資魅力にして個人株主をふやしてはどうかというふうなことでした。

これに対し、私は就任後間もない56年8月の箱根での証券会社の研修で、「店頭市場育成策について証券業界から具体的な提案が出てくれば、それは前向きに検討するにやぶさかではない。ただ、株価形成、投資家保護、第2部市場との関係などを十分にあわせ検討しなければならないと思う。」というようなことを発言いたしました。これは、個人株主や証券市場全般にまたがる問題でいずれ検討しなくてはならないと思っておりましたが、やはり店頭市場の問題については大蔵省証券局が責任を持って検討するのが筋であろうと考えたわけです。具体的な検討は在任中できないままでしたが、その後、58年に証取審で審議をしていただいて、第二回の中間取りまとめとして御意見を出していただいたということにつながったと思います。

6. 外国証券会社の取扱い — 証券取引所関連 —

禿河 証券取引所に関連する問題としては、外国証券会社の取扱いの問題がありました。

私が就任しました当時、外国の証券会社で外証法 — 外国証券業者に関する法律 — により免許を受けておりましたのは、メリル・リンチ東京支店以下5社6支店でしたが、57年の5月にソロモンブラザースの東京支店に免許をおろしました。蛇足ですが、この免許支店のほかに、外国証券会社の駐在員事務所は71社に達しておりました。

これに対しまして、我が国の証券会社の海外進出状況は、現邦、支店、駐在員事務所を合計して16ヵ国、92に及んでおりました。それと、56年の7月には、野村のアメリカ現邦 — 野村セキュリティーズ・インターナショナル — の代表者がニューヨーク証券取引所の会員権を取得しました。

そういう状況の中で、外国証券会社に対するいわば差別的な取り扱いを撤廃してほしいという動きが出てまいりました。その一つが、受託手数料の実費割り戻し、いわゆるバック・ペイと言われるもので、第二が取引所の会員権の開放問題でございま

た。

(1) 取次手数料のバック・ペイ

禿河 第一の取り次ぎ手数料のバック・ペイですが、非会員の証券会社が取引所の会員証券会社に注文を出した場合に支払う委託手数料は、一般料率の半分、50%ということになっておりますけれども、その中で23%は通信費などの実費として取り次ぎの証券会社に戻されることが取引所の理事会決定で決められておりますが、この適用は実は日本の証券会社に対してだけで、外国証券会社にはこの適用がありません。外国業者に対するこの50%も、昔は75%、60%だったのが、54年に国内業者と同じ50%になったわけですが、バック・ペイは認められていませんでした。

これにつきましては、メリル・リンチがかねて要望を出してございまして、それを受けて取引所の方では、定款と理事会決定等の改正を行い、57年の1月から改めることにしました。バック・ペイの率は、57年の9月までは10%で、その後は23%と国内業者並みにするという決定です。

当時、業界としての感じで私が受けておりましたのは、これにより会員証券会社が受ける経済的影響というものはそう大したことはない。今の状況でいけばせいぜい年間で2、3億円ぐらいであろうけれども、長期的に見ると、バック・ペイを導入すれば外国証券会社の在日支店の増加が急激になるんじゃないかとか、現地邦人を通ずる注文が減るんじゃないかというふうなことを心配しておったようですが、別段その後そういう方面に大きな影響を与えたとは聞いておりません。

(2) 取引所会員権の開放問題

禿河 第二の取引所、特に東証の取引所の会員権の開放問題ですが、ざっと経緯から申し上げますと、これまで外国証券業者は実質的に取引所会員となることを排除されておったわけです。それは、いろいろ経緯がありまして、実は42年6月に「対内直接投資等の自由化について」という閣議決定によって第一次の資本自由化が進められることになったわけですが、そうなると外国の証券会社が日本の証券会社の株式を取得するという可能性も出てきたわけです。

これに対しまして、会員組織である取引所の運営を従来どおり円滑なものにするためには、会員の同質性が壊れては困る、そういう同質性を維持することが不可欠であ

るということから、43年の4月に東証 — それ以外の取引所もそうですけれども、東証は定款を変更して、外国証券会社の会員参加を排除しました。会員資格としては、日本の法律により設立した証券会社であることとか、外国人等によって支配を受けている状態がないこととかいうふうな要件をつけて、実質的に外国業者の参加を排除したわけです。

ところが、他方、法制面では、46年の外証法 — 外国証券業者に関する法律 — を定めたときに、あわせて証取法の90条を改正して、免許を受けた外国証券会社についても会員資格取得の道を開いたわけです。結局、法律上は外国証券会社に会員権は開放されておるけれども、取引所の定款等でこれを排除するという形になったわけです。これに対し、メリル・リンチなどの外国証券業者が、相互主義の建前から加入の道を開いてくれということをかねがね非公式に持ち出しておりました。現実取引所の会員になるかどうかは、コストに問題もあるので、それは別途検討するけれども、少なくとも加入の道は開いてほしいということをおっしゃったようでして、私が就任した当時におきましても、例えば日米財界人会議のときに、リーガン財務長官から瀬川野村証券相談役に話があるとか、経団連がアメリカのSECに行ったときに、SECからも強くその点を指摘されたとかいうふうな動きがありました。

これに対して、東証も同じことですが、私どもも、やはり証券市場の国際化というもののは時の流れであって、門戸をいつまでも閉ざすことは不可能であろうし、得策ではない。ただ、会員組織でありますので、会員のコンセンサスが必要だと、また同時に、現実加入するかどうかという問題は、会員数、それから会員権取得費というふうな問題も含めてそのときに検討すればいいじゃないかと、したがって、定款上の制約はできるだけ早く撤廃した方がいいという結論になりました。初めから門を閉ざしておくよりは、やはり座敷には上がれるようにしておく、現実には上がるかどうかはそのときの判断ということで、57年の4月に定款の改正が行われ、相互主義の原則のもとに、外国の証券業者にも門戸を開放するということになり、あわせて業務規定その他の規則も改正が行われたわけです。

なお、取引所の関係では、57年の4月から例の東証の建物の全面建替えが始まり、また第二部市場の取引が57年1月からコンピューター処理になりました。

7. 公社債市場の問題 — 新国際ファンドの設定、ワラント付社債の発行等 —

禿河 それから、公社債市場の問題で記憶に残っているのを1、2申し上げておきたい
と思います。前にも触れましたとおり、私の在任中の債券市場の動きを一言で言いま
すと、海外要因、特にアメリカの高金利に振り回されておったような感じがいたしま
す。56年4月以降は、アメリカの金利高、5月は確か過去最高の14%になったと思
いますが、そのアメリカの金利高と為替の円安ということから、債券市場は急速に下落
して、秋口まで低迷を続け、6.1 国債の残存7年物の流通利回りは10%を超えるとい
うところまで行ったわけです。

ただ、10月から年末にかけては、ちょっと後で申したいと思っています新国債ファ
ンド — この6.1 国債を組み入れる新国債ファンドの設定とか、海外金利の低下とい
うこともあって、債券市況は急回復しました。57年に入ってから、アメリカの金利
は上がるとか、円安が続くとかいう状況ではありましたが、今度は、国内金融
機関の資金ポジションが大分改善されまして、そういう面からする国内の需給関係の
好転というところから、割合底堅い動きを示しました。そして、5月から6月に入り
ますと、円安が加速するとか、国債の増発問題がありまして、また債券市況は急落す
るといふふうに、非常に波乱に富んだ動きを示した次第です。

今、ちょっと触れた新国債ファンドの設定の問題でございますが、56年の10月から
11月にかけて、合計で8,680億円の設定が見られました。これは、6.1 国債を中心に
運用する7年物のユニット型投信で、その最大の特徴は、全期間クローズで買い取り
はしないということ。それから、仕掛けとしましては、組み入れ国債の取得価格と償
還価格との差額を期間按分いたしまして、每期、収益として分配する方式、アキュム
レーションと言っていたんですが、そういう方式をとったことにあるかと思ひます。

この新型投信の発案者は、大和証券と農中でして、当時農林関係の金融機関や信金
では、余資の運用に大変苦勞しておったという事情があります。しかも、そういう農
林系の金融機関を初めとする機関投資家は、直利志向という面が大変強く、6.1 国債
が大変に安いからといって買って見ても、每期入ってくるのは6.1%の利息だけでは
どうも投資対象としてそぐわないという事情があったわけで、そこに着目して、大和
がこういう新しい投信の発売をやりたいと言ってきたわけです。

私どもも、国債の価格安定に大変寄与するんじゃないかということもあって、これ

を認めたわけで、結果は、ちょうど市況もよかったのかもしれませんが、秋には国債市況もかなり回復したわけです。大和に続いて年内にほかの社も募集したものですから、総額で8,680億円と、短期間の割合には大量の設定をして、ねらいどおり機関投資家に非常に順調なはめ込みが行われました。

その後、特定金銭信託という形でこの国債に投資するものができましたし、57年4月には、形はちょっと違った第二陣の新国債ファンドの設定が行われました。このように債券市況をにらんで、一つのおもしろい、新しい投信であったかなという印象が残っております。

そのほか、公社債市場の動きとしましては、56年度の改正商法の施行によりまして、初めてワラント付社債が発行されたということ。それから、前にもちょっと触れましたが、円建て外債の発行が大変好調で、金額も大きかったわけですが、金額面だけでなく、外国政府や国際機関以外のものとして民間のダウケミカルが円建てで200億円発行したということもございました。また、転換社債の発行が過去最高を記録するほど好調だったということもありますが、この辺も証券局年報に細かく記述があるので、省略させていただきます。

ただ、その間に感じましたことは、外国と日本との間で債券発行の方法、審査のやり方とか、引き受け参加、あるいは基準といいますか、条件といいますか、そういう面で大変大きな隔たりがあるなということです。これからは、かなり国際的に通用するものにかえていかないとならぬのではないかという気持ちを持ちまして、資本市場課の若い人たちにそういう点の勉強をしてもらったことがございます。その後、格付機関の設置だとか、完全無担保の転換社債の適債基準の見直しとかいうことがなされておりますが、この辺の勉強がだんだん実っていった、その流れの一つであったかなという感じがいたしております。

8. その他 — 証券会社の合併、株券の振替決済制度、企業会計審、税制等 —

禿河 在任中の事柄として記憶に残っておりますのは、大体以上でございますが、その他についてごく簡単に申しますと、まず、証券会社の56年9月決算が、過去最高に良かったということです。最近は、それをはるかに上回るほどいいようですが、56年の

9月決算は、1296億円の黒字、対前期比34%増と大変好調でした。

次に、証券会社の合併が実施されたこと。これは、前からあった動きですが、56年の10月1日に、合併によって新しく国際、東京、中央、日本の四証券会社ことができました。国際証券は、八千代、光亜、野村投信販売の三社が、東京証券は東京、遠山、日興投信販売の三社が、中央証券は小布施と鳥海が、日本証券は日本と新興証券が合併したものです。

ただ、当時、こういう動きに関連して、業界、特に中小証券から、当局は証券界全体の再編成を促すために合併に力を貸すのか、最終的には業界再編成をねらっておるのではないかというような声がありました。しかし、私は、業界再編成というふうなことは考えておりません。それぞれがそれぞれところを得て、能力を発揮できるというのなら、それはそれで結構だと、もちろん自分たちの合理化とか効率化のために合併したいと言うのなら喜んで相談に応ずるけれども、業界全体を再編成しようということを考えてるわけではないと言った覚えがあります。

それから、株券の振替決済制度の検討が、証取審の専門委員会ですっと続けられておりましたが、57年の3月、証取審の総会にその検討状況が報告されまして、基本的に制度の実施に支障がないという中間報告がなされました。この振替決済制度の問題につきましても、当時の金成圭章審議官が大変精力的に取り組んで、技術的な問題その他非常に精緻な詰めをやってもらったことを記憶しております。

また、企業会計審議会におきましても、商法改正に関連する企業会計面の問題について、論議が行われ、二つ意見書が出されました。

一つは、商法上の営業報告書の記載事項等を定める法務省令の制定についての意見書で、57年の1月に出されました。

二つ目は、企業会計原則・同注解と、監査基準、監査報告準則などの一部見直しの決定というのが、57年の4月になされております。

以上が、証券局に私がいたときの主なことですが、最後に、証券に絡む税制の問題としましては、57年度の税制改正で、株式売買損失準備金と証券取引責任準備金の積立率が、いずれも二割引き下げになってしまいました。これは、租税特別措置の縮減の一環ということで、二割カットにならざるを得ない状況でした。

証券税制の問題で、私が一番関心を持ちましたのは、現先取引におきまして、債券現先とCD現先との間には、有価証券取引税が片方にはかかって、片方にはかからな

いというアンバランスがあるということでした。

C Dの場合は、発行手数料として確か 500円というわずかなものだけで済んで、その取引にはあと一切税金がかからないのに対し、債券現先をやりますと、取引のたびに有取税がかかるということです。現先としましては、C Dでも、債券でも実質的には全く同一の機能を営んでおるわけで、そういう同一の動きをする金融取引に対して、税制がその中立性を害するようなものであるのは問題だということ、かなり強く主税局、それから当時の山中貞則税調会長にもお願いをいたしましたし、また、藤井裕久議員が党税調の中でも大いに主張をしてくれたようでしたが、是正の実現を見ないまま今日に至っておるのは、残念な気がいたしております。

大変時間をちょうだいしましたが、以上でございました。

谷村 ついこの間のことのように思っていたけれども、四年たっちゃったんだね。

禿河 何分にもたった一年だけで、しかも素人だったものですから、後で記憶をたどるのが大変で、かなり間違っているかもしれませんけれども……

谷村 いやいや、よく覚えておられる。なるほどね。

橋本 国債担保金融が実現したのは、60年までかかりましたね。

禿河 60年までかかったんですかね。イコールフットィングということで出た話でしたが、それだけじゃなくて、窓販に絡んで、代償措置も欲しいというふうな話もありましたね、証券界等に。

その一つが国内C Pの発行問題にもつながっていたのかどうかよくわかりませんが、いずれにしても、最近、新聞によれば、経団連の方で国内C Pの発行問題に本気で取り組んでいるようですね。やはり時代の流れというものでしょうか。

谷村 そうね。どうもありがとう。

—了—