

今後の証券行政について

大蔵省 証券局長 安井 誠

.....

本協会では、協会の役員を対象に毎年2回、役員研修を実施しているが、さる8月26、27日の両日、湯本富士屋ホテルにおいて、協会員代表者を対象とする第2回役員研修を実施した。今回の同研修には、全国の証券会社の役員166名が参加し、大蔵省証券局長安井誠氏をはじめ多彩な講師陣をむかえて、現在の証券界および日本の政治、経済が直面する問題とその展望等について熱心な研修が行われた。

本稿はそのうちさる8月26日に行われた大蔵省証券局長安井誠氏の「今後の証券行政について」と題する講義を要約したものである。

~~~~~

本日お集りの皆様のように、10年、20年あるいは数10年の間証券業を経営されておられる方々に、証券業関係の行政は初めてであるうえ、着任後2か月余の私がお話を申し上げるのはいささか気がひけるが、折角の機会でありますので、この2か月の間に証券局の内部で色々と話し合い、議論してきている問題点をお話して責を免れたい。

### 1. 証券行政の基本課題

まず始めに、証券業界の実情や証券取引の実際面についてほとんど何も知らない状態で証券行政を担当することとなった立場から、証券行政のあり方を見直してみたところを率直にお話したい。

というのは、役人は大体1年か2年でポストが変わってしまうが、そ

の短期間に一体何ができるのかという批判がある。ごもっともであるが、同時に余り長くなってしまうのもどうかという感じがする。

何かと弁解がましくなるが、この点について私は自分なりの考え方で対処してきた。つまり、ある行政を担当したときにそれが新しい仕事であればある程、「その時やっている行政がそれでいいのかどうか」ということ、つまり慣例として行われていることがほんとうにその行政としていいのかどうか、「しろうと」の立場から基本的に一ぺん見直すことができるというメリットがあると思っている。そして見直してはその時々時代の流れに応じて、行政のあり方を考えてやって行くことが大事だろうと思う。

しかし、そうは言っても行政の方向は統一性が要るわけだから、業界では基本的な方向についての考え方を固めておいてほしい。そのうえで行政当局とよく議論していただき、行政の方向に誤りのないようにしていきたいと考えているわけである。

この意味で現在、三つ程議論があるのかなと考えているわけである。

#### (投資者の保護)

第一は、証券行政をやっていく上で最も基本となるのは「投資者の保護」ということである。証券行政の原点は如何に投資者の保護をするか、いささかでも投資者保護にかけるところがあってはいけないと思う。

#### (私企業の自主性の尊重)

第二は、証券会社も私企業なのであるから、企業としての自主性の尊重をしたいし、企業も自己責任を果たしてほしいということである。言いかえれば私企業としてのバイタリティーを行政があまり介入し過ぎて減殺するのは望ましくないという考えである。

保険行政を担当していたときに、「護送船団行政」という批判があ

った。それは、その船団の中で船足の一番遅いものに合わせて行政をするというわけである。このやり方でいくと、一番船足の遅いのに合わせて、行政がいちいち口を差しはさむわけであるから、企業のバイタリティーが無くなる。そういう行政をしないことが私の仕事だと考えていた。

#### (店舗行政)

その意味で、例えば店舗行政というものがある。店舗に対する規制をしている行政は、銀行行政と証券行政だけで保険行政には店舗の規制はない。企業が店を開くのにはいちいち役所の許可を得なければならぬということとは私は正直にいうとおよそどうかしていると思う。しかも、役所がその企業の財務内容が良くなければ店舗開設を認めないという議論も何のために社長がいるのかということになり、どうも行政のあり方としていかがなものかという感じがする。

今年の2月にフランス、西ドイツ、イギリスの銀行行政を見てきたが、この3か国では、いずれの国も店舗行政はしていない。しかも原則として預金金利は自由化しているし、窓口規制もない。それでいて充分な金融政策が行われているわけである。

それでは、わが証券行政でも基本的な問題としてどうかと部内で議論しているわけである。先日、大阪、名古屋の業界の方々のお話を伺う機会をもったとき、二、三の方に率直に伺うと、「大証券の支店が我々地元証券のところに進出されると、非常に影響を受けるので、これは規制してほしい」とのことであった。私も、なるほど業界行政というのはいろいろ難しい点があるのだなと感じたのである。

証券業と銀行業というのは、保険業も同じかも知れないが、家計の貯蓄の中からそれぞれの業界にいかにして資金を集めてくるかという競争の話であるから、その競争するときにあまり証券業界の手足をし

ばるようなことをしていれば、いつまで経っても間接金融優位という立場は消えないわけである。しかし、もちろん難しい問題でもあり、すぐに行政を変えるということではないが、企業のバイタリティーをもっと持っていただくためにやはり店舗問題も考え直してみてもどうかと思っている。

#### (歴史の流れ)

第三は、歴史の流れに逆ってはいけないということである。社会、経済の発展は常にあるのだから、10年前、20年前、もっと短くいえば5年前に妥当であった基準も現在にはあてはまらないことが多い。歴史の流れに逆行行政をしていると、必ず歴史の流れにひっくりかえされてしまう。歴史の流れがどこに向かっているのかということを見ながら行政をしなければいけないと思っている。

### 2. 直接金融の拡大

#### (預金と有価証券)

先ほど述べたように、家計からの貯蓄を企業の資金につなぐことが金融関係の仕事である。家計からの貯蓄は、所得水準が低いときにはやはり安全性を一番重んじるので、銀行預金、元本保証されている貯蓄性預金に向かい、所得水準が上がるにつれて、公社債、投資信託からさらに株式へと移っていくということが一般的にいわれており、私も多分そうだろうと思っていたが、実態はそうではない。

日銀のマネーフロー統計によって昭和40年と50年の10年間の比較をすると、個人金融資産の中で貯蓄性預金の占める割合は、昭和40年の42.3%から、昭和50年の50.6%に増加している。他方、有価証券は、昭和40年の18.0%から50年は11.6%に減少している。その内訳をみると公社債は3.9%から7.0%と約倍増しているが、株式は10.7%から3.1%と約7%減少している。

#### (株式の減少)

これについては、色々理由があろうかと思うが、さる5月にまとまった証券取引審議会の答申でも個人株主の増加策が問題とされているように、やはり、個人が証券市場、特に株式から離れてきていることがあげられよう。さきの計数は、株式については時価評価せず、取得価格であることに多少問題はあるが、10年間に倍増になっていればいいと思ったのが、3分の1に減っていたというのが現状である。

これをアメリカの例でみると、日本で50%も占めている貯蓄性預金はわずか27%である。それに対して有価証券が43%もあり、株式は実に32%を占めている。

最初に申し上げた所得水準の伸びに応じて、貯蓄形態が確実性から有利性に移っていくとすれば、日本だけがその例外となっているのはおかしいわけである。何かそこに原因があるはずだし、外国の例がそこまでいっているのであるからそれに近いところまでいけないはずはない。この辺の原因分析をしながら端的に言えば、いかにして家計からの貯蓄を証券市場に導入するかということが行政としても大きな問題であると考えているわけである。

#### (証券の有利性)

ただ、このことは、証券業界が栄えればよいという問題ではなく、直接金融と間接金融とを比べて見れば、善悪は別にして、中間利潤部分の少ないのが直接金融であり、少なくとも理論上は証券市場の方が有利な貯蓄対象を提供できるわけであるから、それを実際面でいろいろ知恵を出し、どのような形で実現していくかという問題であるように思う。

例えば、公社債投信の収益の分配金の再投資による複利運用や国債の累積投資における複利運用など、立派な仕組みができているのであ

るから、もっと積極的にいかに有利な貯蓄かということを堂々と宣伝したらどうかという感じさえもつわけである。「間接金融から直接金融へ」といってもスローガンだけで世の中が動くわけではないのであるから、何といっても証券業界が有利な資産運用の担い手としての務めを果たすことが必要ではないかという感じがする。

#### (自己資本充実論)

これに関連して、度々申し上げていることであるが、自己資本充実論というのがある。これは、ご承知のように日本の企業の自己資本が全法人ベースで昭和49年度に14.3%という低水準に落ち込んでしまったのは大変な問題である、自己資本をもっと充実しなければならないということである。

#### (不況と配当)

しかし、それがすぐに株式資本に結びついて、銀行から借入れをしていけば不況時でも利子を支払わなければならないが、株式資本であれば配当しなくてすむという議論がある。それはそのとおりだろうが、個人大衆に株式投資をさせておいて企業が配当を払わないことになれば損をするのはもちろん個人株主である。景気が悪くなれば配当を払わなくなるような会社への投資を一般投資家に勧められるのかどうか私は非常に疑問だと思う。

もちろん配当は借入金の利子と違って、弾力性があるわけだから、景気のいいとき、あるいは利益の出たときには増やす。そのかわり、景気が悪いとき、あるいは収益が下がったときは配当が下がるということはあるだろう。しかし、長い目でみれば、好況時の配当によって不況時に減らしたもので充分カバーができるような配当政策がとられるならよいが、不況になったときだけは配当を減らして、景気がよくなっても配当は引き上げないということではおかしい。

特に、額面に対する配当率という観念がある意味では固定化しており、時価に対する配当という観念がない今の状態で、直ちに自己資本充実のためだから株式資本を増やすということには、その辺の基本的考え方が直らない限り問題がありはしないか。少なくとも大衆投資家に株式投資を勧めていくことはいかがなものかという感じさえする。

#### (土地の再評価)

また、今の配当の問題以外に、何といっても企業の最後のよりどころというのは自己資本であるから、自己資本比率の低いことが企業経営を不安定にしているという議論がある。これはどうも14.3%という数字に眩惑された議論ではないか。日本の場合には諸外国あるいは戦前に比べると、土地価格の上昇というのは大変なものである。この比較の仕方は難しいが、私どもの内部で試算したものによると、全企業ベースで14.3%という数字は、もし正当に土地の再評価が行われていけば、恐らく30%は超えているだろうと思われる。

もし本当に14.3%しか自己資本をもたない企業であったら、担保の掛目から言っても銀行からの借入れもできなくなっているはずである。それが借りられるということは、実質は14.3%ではないということである。

自己資本比率については総論では大変だ大変だということについて皆さんご賛成なのだが、各論になると反対ではないが無関心というのが大勢である。今の自己資本充実論が14.3%ということを前提として議論している限りは議論が進まないのではないか。むしろ私は直接金融の充実ということにウェイトをおいて、株式、優先株、転換社債だけでなく普通の社債を含めて証券の多様化ということで国民のニーズにあった商品を提供していく場を作ることが大事だという気がする。

### (配当税制)

この問題に関連して、税制の問題がいつもとり上げられているようである。特に配当についての二重課税の防止ということが長年いわれているのだが、未だに結着がついていない。これは日本ばかりの問題ではなく外国も同じことである。

所得税の建前は最低生計費として必要な控除を基礎控除等で落として、その残りについて累進税率をかけていくというのが全世界に共通した形である。ところが、法人税制になると、国によってあるいは時代によって全く基本的考え方が異なってくる。

### (米・英の例)

それは、配当に対する課税をどうするかということで変わってくるわけである。一番徹底しているのは一切二重課税の調整をしないというアメリカである。これは、法人の所得について課税して、それが配当の形で個人のところへ行っても、個人所得の課税に当っては日本でいえば少額配当の申告不要という程度の調整しかしていないのである。その反対に極端なのが、かつてのイギリスの税制で、グロスアップというやり方である。それは法人税はあくまでも個人の所得税の前取りだとみるわけである。例えば、100の所得が法人にあり、法人税率を40%として、40の法人税を納めると、あとの60が配当として個人のところへくる。その60をもう一ぺん法人税込みで個人のところで計算しなおすわけである。つまり配当を60もらうとそれは実は配当は100だと見直して、そこで個人の所得税を計算し、その個人の所得税が40よりも低いときには、その差額を直接個人に返すわけである。反対に、個人の税率が40よりも高ければ、その差額を個人に納めてもらうというやり方である。こうすれば法人企業で事業を営もうと、個人企業で事業を営もうと両方とも税負担が同じになり、いわゆる配当の二重課税

は完全に調節されるわけである。

### (配当控除の合理性)

日本の税制はこの両極端と比べるといささかイギリスよりで、今の配当控除という形で二重課税の調整をしているわけであるが、これは、税額の控除という形をとっているために何とはなしに配当に対する恩典のように考えられているわけである。よく国会で議論されているように、夫婦2人で配当だけで暮している人がいるとすれば、現在400万円ちょっとまでは無税である。というのは、10%が税額控除になるため、夫婦2人で400万円の収入が全部配当である場合には、諸控除後の所得に対する税額がちょうど税額控除額に見合うため、所得税は課税されない。一方において営々と額に汗して働く勤労所得は、400万円であると10%近く税金をとられながら、配当だけでノウノウと暮している人が税金を一銭もとられないのはおかしいではないかということを常に野党の方々がいわれるわけである。

これは今の二重課税をどうするかということについて、アメリカ的立場で議論をすれば、確におかしいということになるが、一方のイギリス的な立場からではおかしいというのは全くの誤解ということになる。配当というのは法人段階で一ぺん税金を納めているのであるから、むしろ日本の配当控除というのは、不完全な調整しかしていないのである。だからこれは、特典でも何でもないわけである。このあたりを世の中にどういうふうに理解させていくかということが問題であらうと思う。

### (配当損金算入論)

こういった基本論はさておいて、二重課税の調整の仕方としてイギリス式よりもっと簡明なのは、利子と同じに扱うやり方である。つまり、法人の段階では利子と同様に配当も課税しないかわりに個人の段

階で全部課税するという方式である。イギリス式のやり方は配当の受取りの段階で調整するやり方であるのに対して、今申し上げたやり方は、法人の段階で調整するやり方である。

日本でも昭和35年の税制調査会の議論の過程で支払配当の一部損金算入論—6%とか8%とか利子に見合う配当は損金に算入する—を提案したことがあるが、そのときは証券業界の方々の反対でそれが実現しなかったために現在の配当軽課というちょうど中間のあいまいな税制になってしまったという経緯がある。そのときの証券業界の反対の理由というのは、配当の損金算入をしたら配当控除がなくなるということであった。しかし配当の損金算入をしておいて、さらに配当控除をやったらこれは二重課税どころか、両方で抜けてしまうことになるからどちらかで調整するしかないわけである。証券業界も当時は反対というより時期尚早であるということで見送ってほしいということであったように記憶している。

#### (最近の議論)

最近でもこういう議論はくりかえされている。まだ実現はしていないが、アメリカで昨年の7月にサイモン財務長官が、イギリス式のグロスアップと日本がやろうとした配当損金算入とを二つ合わせたような制度の提案をしている。これは、配当に対する二重課税排除のために、支払配当の半分は損金算入を認め、受け取った段階でも半分はグロスアップをするというものである。それからまだ立法の段階には至っていないが、その前の年には、フォード大統領が新経済計画の中で一定の条件を満たす優先株の配当だけは、全部損金算入したらどうかという提案を行っている。イギリスは一度グロスアップ方式をとりながら、その後労働党政府になったら全部アメリカ式の一切控除しないやり方に変わり、今また、グロスアップに近いやり方に帰ってきている。

このように二重課税排除の方式は色々あるわけである。証取審でも二重課税という形は排除すべきであると強く主張しているが、その排除の仕方もイギリス式でやるのかあるいはかつて日本がやろうとした損金算入方式でやろうとするのか、その辺のことはいろいろ利害得失、社会感情その他とも関連があるわけであるから大いにご議論をいただきたいと考えている。

#### (優先株)

最近では優先株の問題も出ているが、この間の日立造船の優先株のように議決権はなく、利益参加条項もないという典型的なものの場合は、非常に社債に近いわけであるから、社債と同じような税制にしたかどうかという議論は当然出てこよう。それをいっても税制当局は税収不足だからなかなか受け付けられないだろうという観測もちょっと新聞に出ていたが、社債であれば当然損金なのに、優先株として発行したら途端に税金をかけなければ税収に響くということは、理論的にはないはずである。現在のように税収不足の折には環境としてはあまりよくないと思うが、議論だけは大いに進めていったらどうかと考えている。

#### (キャピタルゲイン課税)

それから、税の問題でもう一つキャピタルゲイン課税の問題が去年ぐらいから大分議論されて、大蔵大臣も検討するという答えをしているようである。キャピタルゲインについて外国では課税が行われている国の方が多い。ただ、日本の場合に、かつてキャピタルゲインの課税をしたときには、利益が上がった人は申告しないで、損をしたばかりの人が申告してくるというケースがでてきたわけで、この執行上の問題をどこまで解決できるかというのが最大のポイントだろうと思う。

この点、ちょうど利子課税に似たような問題があり、利子課税を総合課税にせよというのは理論としては正しいのであるが、あの多くの

預金利子というものを総合するための資料が集まる手だて、例えばアメリカでやっているような納税者番号と言うか、国民背番号と言うか、そういう形にならなければ本当に利子の総合課税を行うことは、私は不可能だと思う。

正直者が馬鹿をみるような税制というのはおかしいのであって、そういう環境の整備とあわせてでなければ、なかなかそう簡単にキャピタルゲイン課税というのはやりにくいのではないかという感じを持っているわけである。

### 3. 証券会社の営業姿勢

この問題について私がここで新しく申し上げることはない。ご承知のように昭和49年12月に田辺通達が出ているし、また、証券取引審議会の答申等でも常に繰り返されているわけである。しかし、私が検査の報告を見ていて、やはり一番びっくりしたのはこの問題である。

#### (回転売買)

それは検査官の報告であるから、皆さん方からは異論もあろうかと思うが、例えば株式のいわゆる回転売買で、払った手数料の方が株主への投下資金よりも多かったというケースもある。こうなると、明らかに投資者の保護に欠けた典型的なものといえる。どうも回転売買というようなものは基本的におかしい。

#### (証券会社の自己責任)

さきほど申し上げた「企業の自己責任」という話は、こういう問題について役所がいちいち申し上げるのではなく、会社として充分に検討してほしいということである。

例えば検査のときにそういう問題が出てくれば、将来の問題として会社の内部でそういうものに対するチェックシステムを作っていたら、自ら姿勢を正すべきである。証券会社が投資者保護の姿勢を崩す

ようなことがあれば、少なくとも免許制度をとっている限りは相当厳しく企業としての責任を追求する方法を考えていかなければいけないだろうという気がする。

#### (信用取引)

信用取引についても同様の問題がある。信用取引自体は仮需給という形で、株式市場の価格の安定に大きな貢献をしていることは事実であろうが、信用取引に対して余り知識のないお客までそれに参加させて損をさせていることについては、多くの会社の検査のときに指摘している。

#### (検査方式の改善)

投資者を大事にしていくというのは業界の仕事としても当然のことであるし、こういう分かりきったことをいちいち役所が指摘するのは全く国民経済的にも無駄なことで、どうか業界の方で自発的に是正していただきたい。行政の方はそれをできているかどうかだけチェックし、もしできていなければ、それなりの責任を取っていただくということを考えたかどうかという感じを持つわけである。

検査に行く度に必ず同じことをいくつか指摘している。銀行検査でいえば銀行の歩積み、両建て預金の指摘と同じように無限軌道の中をねずみが走り廻っているようなことであって、そんな事をやるのは無意味である。基本的におかしいかおかしくないかということはわかってきていることであるから、そういうことを見つけてくるのが検査のあり方ではないという感じを持っているので、この辺もこれから検討していきたいと考えている。

### 4. 地方証券取引所

これはもう皆さんの方がよくご承知のように昭和50年で東京の証券取引所の売買高が全体の82.6%、大阪が13.6%、名古屋が2.7%、合計

すると3取引所で98.9%、残りの1.1%をあと五つの取引所で分けている状況である。これは何も日本だけの現象ではなくてアメリカではニューヨークの取引所が全体の82.3%を占めており、フランスではパリの取引所は98.6%も占めている。この取引所の問題をどうするかというのは、大蔵省が直接申し上げるのではなくて、その地方の投資者や産業界のために作った取引所であるから、地方でそれぞれお考えいただきたいと思うわけである。しかしこの問題の基本は、取引所というのは投資者と産業界のために設けられたものだということから出発すべきだと考える。取引所の問題を議論するとこれら以外の問題もいろいろ言われるが、この基本をふまえたうえで副次的な問題として処理されるべきことだろうと私は思う。従って、すぐにどうしたらよいかということ、私どもが申し上げることではないし、また私どもが軽々に判断できないことでもあるが、皆様方が取引所の会員であり、いわばオーナーでありますから、外部の投資者なりあるいは上場会社批判を受けるようなことのないようにお考えいただきたい。それをしない限りこの株式市場あるいは証券市場に対する世の中の信頼感というのはなかなか増えてこないのではないかという感じが直率にいつてするわけである。

こういう大きな制度が1年や2年で改正されるとは私どもも考えていない。しかし、だからといって行政がこの問題に関心のみで済ますわけにはいかない。このへんは私のようなしろとが申し上げるよりは皆さんのような長い経験をもたれる方々に、どういう形で改善をしていったらよいのかということをお考えいただき、それに対してお役に立つことがあれば我々の方でもできるだけのお手伝いをいたしたいと考えている。

## 5. 企業金融

さきほどの直接金融の問題と関連するが、証券市場は、企業の直接金融としての資金調達の場合であるということは申し上げるまでもないことである。ところが、この企業金融の資金調達の場合としての証券市場について、従来必ずしも経済学というか、経済的な企業金融のあり方というような立場からの議論がまだ充分されていないのかなという感じを持つわけである。

### (額面割当と時価発行)

例えば、具体的に申しますと、増資にあたって額面割当方式と時価発行方式との二つが現在併存しているが、いったい企業金融の立場からみた場合にどちらが望ましいのか。

また、仮に時価発行が望ましいという結論が出たとすれば、この時価発行によって得たプレミアムの還元方式はどういうあり方が望ましいのか。すでに証券業界でも自主ルールがつけられてはいるが、企業金融のあり方としてどうなのか。外国の時価発行の議論に比べると、例えば時価発行したときの株主の資金コストとしては時価発行価額に対する配当金額という考え方が出てこなければならないはずなのに、相変らず額面金額に対する配当率ということで行われているが、これでよいのか。もちろん長い間にできた社会慣習ではあろうが、その辺のことを少し議論してみてもどうかという感じを持っている。

### (西独の金利の自由化)

それと同じような問題は、例えば公社債市場のあり方についてもある。最近いわゆる金利の自由化ということが金融制度調査会でも採り上げられている。日本の場合には、預金金利が自由化されるというような事態は、観念として分かっていても実際としてはなかなか分らない。諸外国と比べてみると預金金利を自由化していないのは日本だけといってよい。例外はフランスとアメリカが一部の少額預金についてだけ

規制を設けているだけである。その中でも一番徹底しているのは西ドイツのやり方で、さる2月にヨーロッパに行ったときの日銀の出先機関で調べた資料によると、30ばかりの銀行の1、2か月ものの定期預金あるいは貯蓄性預金の利子が現に違っているのである。違うといってもめちゃくちゃに違うわけではなくて、もちろん一定の幅のなかではあるが、なかには1、2か月ものの定期預金は弾力的と書いてあって表示をしていない銀行もある。都市銀行であれば同じだろうと思ったが、ドイツの三大銀行といわれるコメルツとドレスナーとドイツェバンクでも3.125と3.25とそれからもう一つは弾力的ということで明らかに違っている。要するに、その銀行として資金調達が必要と思ったときには金利を上げ、資金調達が必要でないと思えば金利を下げるというやり方をしているのである。

何故、西独でそれほど徹底した金利政策が行われるようになったかという、10年位前に証券市場の金利の自由化から始まっているわけである。ユーロダラーが動き始めて銀行の定期預金を規制している限り、個人の貯蓄性預金というのがどんどん自由市場であるところの証券市場に流れていった。それではとうてい商業銀行は商売はできないので預金金利の規制はやめて欲しいということになったのである。規制をすれば規制の裏が必ずでてくるという状況もあったようである。

#### (公社債市場)

どうもこの西ドイツの状況は、最近の日本もだんだんそれに近い状況にあるのではないかなという感じが率直にいうわけである。具体的にいうと、日本でおそらく今一番自由な金利の市場というのは現先市場であろう。日銀はコール市場と手形市場は自由だと称しているが、これは、ご承知のように日銀の鼻息が大分及んでいるところである。それに対して現先市場というのは証券局が何と言おうと一証券

局は何もいっていないようだが一全く自由な金利市場になっている。

それから円建外債もこれに近い。円建外債は発行市場と流通市場とは完全にくっついている。公社債市場というものは本来そうあるべきものであるが、どうもこれに反しているのが国債で、大蔵省が悪いといわれると困ってしまうのだが、とに角、円建外債はアンダーライターである証券会社のご努力もあって金利機能が一番働いている市場によって起債が行われている。

これに次ぐのは社債で、これも業界のご努力で、今のところ、ほとんど差がなくなってきた。昔のように社債の金利を動かすのは、長期金利の一環としてでなければやれないということではなくなってきた。

いずれにしても金利の自由化という問題が証券市場を通じて流れていったというのが西独などの歴史のようである。

#### (金利の自由化の必要性)

何故、金利の自由化が望ましいかということについて学者の議論は、資金配分の適正化とかいろいろいわれているが、私はそんな難しいことをいわずとももっと単純に割り切ってみると、要するに金利の自由化をしていないということは、少数の人間が決めることの方が多数の人間が決めることよりも優れているという前提のもとに成り立っていると思うわけである。つまり、金利の自由化というのは、市場をフリーにしておくことによってそれぞれ個々の経済主体がその段階で何が一番望ましいかということ、いわゆる価格機構というか、プライスメカニズムの中で決めていくということである。現在大蔵省なり日銀の連中が鉛筆をなめなめ社債より金融債はこれだけ上だとか下だとか決めては、やはり制度として優れているのではないかという感じを持つわけである。

### (預金の目減り論争)

金利を自由化すれば最近問題となった預金の目減りの問題も片づく。預金の目減りというのは消費者物価指数よりも預金金利が低いことから出てくる話であるから、どここの国でも例の狂乱物価のときには消費者物価指数の方が預金金利よりも高かったのであるが、日本以外の国で預金の目減りが大さわぎをされた国というのではない。何故ないかといえ、預金金利の自由化が行われていれば物価の高いときには、預金金利も高くなっていたからである。

例えば、西独の場合はコールレートが48年の8月31日に年率40%にもなり、平均でも7月が16%、8月が11%ぐらいになっている。それくらい短期金利が高くなれば1か月ものの定期預金に年率15%の利子を払ってもペイできるわけである。短期の方が長期より高くなっている。15%もの預金というものがあれば、預金者が高いのを選べばいいのであり、選ばなかった人は、それはその本人の責任だということで目減りという議論はおきてこない。

目減り論争というのは真正面からとらえると解決は不可能に近い議論だと思う。というのは消費者物価指数を超える金利を払うとすれば、銀行の貸付金利はそれ以上でなければいけないわけである。消費者物価は年率10%、卸売物価は年率3%だというような国はいくらでもある。年率10%をこえる預金金利を払うためには銀行のマージンを入れると年率13%とか15%とかいう高い貸付金利をとらなければいけないことになる。卸売業者が卸売物価が年率3%しか上がらないのに、借入金に13%とか15%もの利子を支払って商売をやる筈がない。預金金利というのはひとりでに決まるのではなく、銀行から借りてくれる人が支払う貸付金利の中から支払われる。だから理論的に目減りを防ぐことは不可能ではないかと思う。だから消費者物価を安定させる

政策以外には目減りを理論的に片づける方法はない。

### (公社債の金利)

公社債市場の金利機能というものを日本の硬直化した金利体系の中でどのように調整していったらよいのかという議論も今の企業金融論の中で採り上げて経済学者に議論してもらえばありがたいという気がするわけである。またドイツの話で恐縮だが、去年秋にドイツでは長期金利が上がったために企業が新発の社債を出せなかったことがある。国債も同じことで、そのときは西独政府は国債を出していない。それではどうしたかということ、西独の大蔵省の国債課長の仕事というのは、朝出勤するとドレスナーとかドイチェバンクとかコメルツに電話をして、今、2年の借入金ならいくらで貸してくれるかというのを交渉して、その中で一番安いオファーがあったものだけをとって資金調達をしていたそうである。

いずれにしても、金利の自由化ということを証券局としてはまともにとりあげてみたいという感じをもっている。

## 6. 中期国債

これに関連して中期の割引国債の話がいろいろ新聞に出ている。前回、割引国債が出せなかったということは長期信用銀行あるいは信託銀行等の反対があったということも事実であるし、それを受けてシ団の中でもしばらく見合わせてほしいという意見があったことも事実であるが、同時に、やはり何といっても大蔵省内の理財、銀行、証券の3局の足並みが実質的にそろわなかったということもあるようだ。現在大蔵省内で意見の調整をしている段階である。

基本的に国債が10年ものの利付国債一つというのはどう考えても不思議である。期間も短いものが出てよいし、発行方法も利付債のほかに割引債も出ていいはずである。

しかし一方では、中期国債の発行は、既存の金融秩序に非常に影響を及ぼすからやめろという議論もある。新しいことをやれば、既存の秩序に何がしかの影響を与えるのは当然である。しかしそのときでも既存の金融秩序をやたらに乱してはいけないから、数量の点では抑えていく必要があろうかと思う。例えば初年度1,000億円とか、次年度でも2,000〜3,000億円というようなことで始めれば、50年度における割引金融債の増加額が前年度比約1兆円であることからみれば、そこへ仮に国債が入ったからといって非常に困るということはないだろうという感じを持っているわけである。

この問題もさることながら、国債の問題については流通市場をどうやって整備していくかという大問題があるわけで、先ほど申し上げた企業金融の公社債の問題をとり上げてもらうときには、この流通市場の問題を一番重視して議論してもらいたいと思っている。

## 7. オプション取引

オプションの問題は、証券業協会でもとり上げて勉強されておられるようであり、私はしろうとで良くわからないが、とにかく外国でも現に行われている制度であることは確かなので、議論は充分していただきたいと思う。とくに証券取引所における価格形成機能が公正に働くかどうかということを良くご検討いただいて案がまとまれば、私もその段階で検討していきたいと思っている。先ほど申し上げたように証券業界は企業のバイタリティ、自主性というものを生かしてほしくて考えているので、こういう問題は太いにご検討いただきたいと考えているわけである。

## 8. 昭和51年度決算基準

証券会社の決算の問題については、まだ、私どものところに全部の会社の情報が入っていないので、最終的な結論はまだ出していない。

過去2年間決算基準の緩和措置を講じたわけだが、あまり例外措置を続けるとどちらが原則でどちらが例外かわからなくなるという感じがしないわけではない。しかし、そうかといって、業界の方が困るというときにそれは知りませんというのも変な話で、原則は原則として、事情を充分承ったうえで処理していきたいと考えている。

## 9. ディスクロージャー

ディスクロージャーの問題に関連して、二つだけ問題を指摘しておきたい。一つはいわゆる粉飾決算問題であるが、これは、大分公認会計士制度も定着してきたし、監査法人等も成長して監査制度が進んできたことも事実であり、それに並行してアンダーライターとしての証券会社の審査機能も大分充実してきているようである。証券市場に欠陥商品のないようにすべきだから、今の公認会計士の監査なり証券会社の審査の体制を充分にするような形での行政を進めていきたいと考えている。

もう一つは、タイムリー・ディスクロージャーの問題で、企業の決算発表の時期が商法改正の関係で、決算日後3か月目に発表というように遅れてきているという問題がある。アメリカのIBMの例では、昨年12月末が決算日で、決算発表したのが今年の1月16日である。そして公認会計士の監査報告の発表になったのが、1月27日で、極めて迅速な発表が行われている。

商法の規定は、その日までという期限を示したものであり、その日でなければいけないという期日ではない。やはり、タイムリー・ディスクロージャーの意味から早くしなければいけないと考えている。この点については、私の方でも決算発表をも早める方策を検討してみたいと思っているし、また、決算が適正な会社ほど公表が早いという慣行ができあがったらよいと考えている。(以上講義要旨)