

昭和54年11月2日

昭和49～50年の証券局行政

日本損害保険協会副会長

元証券局長

田辺博通氏

出席者

元証券局長

元同局総務課長

元同局業務課長

財政史顧問

協力者

田 辺 博 通

平 尾 照 夫

宮 下 鉄 巳

舟 山 正 吉

古 橋 幹 男

目 次

1. はじめに	3
2. 日本熱学問題—引受会社の責任	3
3. 株式委託手数料の改訂	6
4. 投資者本位の営業姿勢の徹底について—いわゆる田辺通達	12
5. 個人株主問題—証券取引審議会の審議状況	16
(1) 上場基準の強化—浮動株式数の引上げ	17
(2) 機関化現象への視点	20
(3) 機関化現象の背景—資本自由化と安定株主工作	20
(4) 独禁法改正問題—法人の持株規制	22
(5) 企業の配当増資政策	24
(6) 配当課税問題	26
6. 発行市場の問題	28
(1) 時価発行増資の反省	28
(2) 起債調整の緩和	29
(3) 起債条件の弾力化	31
7. その他	32

1. はじめに

田辺 私は、多分49年6月の下旬でしょう、それまでは、いま水野さんがやつておられる仕事をやつておつたわけですが、6月から翌年の7月まで、恐らく7月初旬でしょう、1年証券局長をやつたわけです。それまでは今の水野さんの部署におつたのです。そこでの仕事というのは、福田さんが大臣でいらして、狂乱物価対策といいますかね、作戦というか、そういうことに狂奔してたような状態でして、その当時の経済情勢のことは記録に載っていると思いますけど、経済政策としてはやや異例な非常時的な対策をいろいろとつた。特に石油の価格を改定するのに大蔵省の官房が相当参画したりして、個別物価の価格凍結とか、これをメバリといつてたですけど、そういうことをやつていて、そして6月ですからまだそういう空気が継続しておつた時期でした。ただ、物価は、たしか春の2月ぐらいまでは物すごい上がり方だつたですね、30何%という。3月から次第にやや落ち着きぎみ。ですけども、もちろん2けたインフレでした。

そういう状態で証券局長の発令を受けたわけですけども、発令になつてから間もなく大平さんが大臣になられたんですね。それで私は引き継ぎの勉強をやつていた。私、証券行政の経験ございませんから各課の勉強を開始しておつたわけですけども、大臣の引き継ぎというのが恒例のようにある。これは簡単ですけども、私の勉強を兼ねて大臣引き継ぎをさせてもらつたというような記憶があります。

2. 日本熱学問題—引受会社の責任

それで、私の印象の強かつた、必ずしも物事の軽重の順番ということではありませんけれども、考えますと、日本熱学問題というのがすでに私が就任したときに発生しておつたわけです。たしか歓送迎会が証券会館でやられ、そのときに高橋前局長が自分の在任期間は協同飼料に始まつて日本熱学に終わつたのであるというあいさつをされたのを覚えていますね。私は日本熱学に始まつたわけです。それで、あんまりいろいろなことについての予備知識もないままにその問題の処理にかなり追われたという記憶

がございます。

これは、御承知のように結末は、粉飾事件ということで証券局の検査をやつて、告発をして起訴された。それから、関係の公認会計士も、これも時間がかかりましたが、処分を受けた。これは翌春（50・5・15）になつてからだと思いますが、それから、幹事証券会社の、これは山一だつたと思いますが、これも業務停止（50・1・23）ですか、証取法上の処分を行つたわけです。

そういうことですけれども、そのときにいろんな反省といいますか、問題意識を待たされたんですが、世の中で非常にやかましかつたのは、引受会社の責任はどうなるんだということが言われていたわけです。たしか日本熱学は、その前何年ぐらいでしたか、数次にわたつて時価発行公募をやつて、かなりの高株価でもつて公募をやつていた。

宮下 2年間に4回やつた。他市場は含めないということでやつたものですから、大阪でやつて東京でやるという。

田辺 そうですな。公募増資の規制が他市場はカウントしないということだつた。

宮下 それも、その後で局長のときに、それは他市場も含めて年1回と……

田辺 ということに直したわけですね、後で。たしか5月ごろに何だかうわさがたつたというか、それで株価も怪しくなりかけた。そのときの株価の動きにどうも不審なものがあるというのが証取法上の幹事会社、これは引受会社としての責任というわけではないが、その株の売買についてタッチした証券会社の担当職員、担当店というものの責任を問うたわけです。

ただ、私は、証券局長に就任しまして余り遅くならないうちに、大阪に取引所がございまして、大阪にあいさつに行く恒例がありますが、そのときにたしか財務局でもつて記者会見をいたしまして、そのとき何か財務局自体は非常に心配をしまして、最初会見をしないというぐあいにはやつてたらしいんです。それで私何も知らないで、向こうへ行つて聞いていると、大阪のクラブの連中が何かぶつぶついつているらしいということが耳に入りましてね、「それは何だ」というと、「いや、会見をしないということにしたんだ」というようなことをだれかが言つた。松下局長と、いや、それはちよつとおかしいんじゃないか。やつぱり会見をしてくれというんだつたら、それを断ることはないだろうというようなことで、のこのこ出ていつたわけです。そして、これは簡単でした。そう追求はされなかつたんですけれども、そのときに感じたのは、

引受会社の責任というのはどうなるかと云うことです。

それが印象に深かったんですが、そのときに私はこう言ったんです。引受会社の責任というのは、後で宮下君に補足していただかにやいかぬけれども、証取法上明瞭な規定というものがどうもなかなか適当なものがないんですね。はつきりしたものが無い。それは非常にむずかしい問題であるし、また引受時においてそういう意図というか、目的があつたかどうかなんていうのは実際問題としては使いものにならないわけですね。そういうこともあつて、事実問題として、営業上当該幹事会社というものはやはり信用の失墜をしたわけであり、世間の不評を買っている。それだけ悪い評価を受けている。それは営業上の相当大きな懲罰となつていま引受会社は受けているんだよというような説明をした記憶があります。

それで、結局この事件は、先ほど申した株価操作問題というのでは、日本熱学の会社の当事者が安定操作、証取法125条3項違反ということで起訴されましたが、その操作に加担した疑いということで幹事証券会社の支店の課長も一応送検をされたんですね。しかし、これは起訴猶予になつております。それでわが方は、審問を翌年の1月に行つて、いわゆる健全性省令違反ということで、大阪支店の業務停止処分を行つたということでもあります。

そういうことで一応の決着を見たわけですが、この間に、告発だとか、あるいは公認会計士の処分であるとかいろいろな問題を処理することもありまして、いつごろでしたでしょうか、大平大臣に報告をしたことがあります。そのときに大臣は、「自分の会社がぐあいが悪いということを自分でちやんといわにやいかぬのか」という感想とも質問とも、とれるようなことをちよつと漏らされたという記憶があります。

私も証券局に来るまでは、いわゆるデイスクロージャーという問題について、問題は知つておりましたけれども、どれだけ厳しい責任を負うべきものであるかという意識がそうなかつたように反省したんですけれども、自分の会社が悪くなつたら悪くなりましたというようなことを正直に世の中に告白しなきやいかぬというのはなかなかつらいことだなあという感じはしたんですね。それで大臣に、「いや、それはいけないんです。正直にすべて言わないとだめなんです。手をくくられます」、こう言つたことがあるんですね。その後も同じような問題がいろいろ出て、現在も進行中のものがあるようですが。

それから、私の在任中は2回目ですから、私そうショックを受けなかつたんですが、

東京時計問題というのがありました。これは49年の暮れでした。12月に。これははなはだ変わっているというのか、その会社の社長が新聞発表といいますか、会見をして、私は実は粉飾してたんだということを、まさに自分が悪かったということを公にデイスクローズしたんですね。ですからこれは調査その他はわりあい楽だったんですね、検査のあれは。日熱の場合は、（やや検察の方が先行して裁判所の委嘱を受けました）更正手続の申し立てをしておりましたから、その裁判所に委嘱された等松青木監査法人が監査というか、それをやっておったわけですね、ずっと数期にわたって。それが終わってから問題がはつきり出てきたということで、それから検査なんかもやった。物の見方にいろんな問題はあったというような気がいたします。金額をどう確定するかとか、そういうことは多少苦心したようなことがあります、東京時計の方はそんな記憶は余りないんです。

それが一つの問題ですが、これを契機にして、相当これは世の中に反響を呼びましたので、東証側がいわゆるデイスクロージャーの徹底ということで通達というのか、上場会社に対する要望を出した。それによつて半期報告書の監査の問題とか（49・12・20 「半期報告書も公認会計士の監査を受ける」等を内容とするデイスクロージャーの徹底を図るための要望書を上場会社に通知）、それから、一人の公認会計士、監査人じゃなくて複数の監査人に監査してもらうべきだというような要請をやった。これはわが方と相談の上やっているわけですが。（50・2・17 2人以上の監査責任者による共同監査等監査の充実を求める要望書を上場会社に送る。）

3. 株式委託手数料の改訂

第2は、時間的な順序みたいなことになるんですが、株式の委託手数料の引き上げの問題でした。

当時の市況といいますか、株式市場の状態というのはその年の春ぐらいまでは、大きな傾向線としては、いわゆる過剰流動性がどんどんはがれてきた。46、7年に相当株の値段も高まるし、これは異常な状態といつてよかつたんだと思いますが、出来高もぐんぐん伸びた。それが下降ラインに入ってきた。47年の年末がピークですからね、それから次第に下降ラインに入つた。ところが、49年の春、2、3月から4月ごろまで、いわゆる傾向値から離れたかなりの株高、盛り返し、それから出来高もかなりふ

えたというような状態があつたんですが、6月ごろからぐんぐんこれが急落場面になつてきた。出来高もどんどん減つてまいりまして、2億株は切るという状態が恒常的になつてきた。こういう状態でしたから証券会社の9月期決算、これは物すごいことになつたわけです。記録をこの前ちよつと見てみたんですが、9月期の営業収支では、その前期は943億円の黒字だつたんですが、当期は282億円の赤字ということになつています。これは全社の数字ですが。ただそれは実際の収支としては、信用取引などでの金融収支がかなり寄与して、それを辛うじて埋めたということですが、物すごい減益になつておる。

結局そのときに感じたのは、私は先ほど申した狂乱物価対策みたいなことをやつたこともあるんですが、この春の春闘が、まず狂乱物価で相当賃上げをやつたんですが、この賃金アップが、その後の日本経済の治癒期間——いわゆる入院、ドック入りだと、こう言つてたんですが——に相当のダメージを与えてしまったと思います。春闘アップ率はたしか32・9%という結果になつていますが、そのときに、話は余談ですけども、要するに新物価体系にスムーズに移行させなければならぬ、油の値段は3倍以上になつて、それにまつわるいろんな物価が上がるかもしれぬけれども、それに関係のない特に人件費というものは、上げたらこれは後々まで響くということでやつておつたんですけれども、そういう結果になつた。

ですから、証券会社の人件費も同様な状態になつているわけですね。株式の出来高でも、またかつての過剰流動性時代のような市況の活発なものに回復して、それが安定して続いていくということを考えない限り、相当証券会社はいかれちやうんじやないかという感じを私は持ちました。

そういつたいろんな物価対策というか、公共料金の凍結とか、そういうことを非常に神経質に考えていた時代だつたからだと思いますが、手数料は実際には引き上げてくれという気持ちに相当あつたんだと思いますけれども、あまり関係者はやいのやいのというような雰囲気ではなかつたように私は受け取りました。やや遠慮ぎみにそういう声があつた。

先ほど言いましたような問題意識を持ちまして、どうせこれは何とかしなければ長続きしない。そのうちに、かつての証券恐慌のようなことがもし起こつたら、これはえらいことになるなという不安もあつたんです。

ただそのとき、余談ですけども、投資信託の状態をよく聞いておつたんですが、

投資信託の状態は、かつての39年、40年のころの状態とは大分改善されていて、例の運用預かりなんていうものはなくなつて、解約がどんどん出るという状態ではなかつた。かなり安定して、片一方、新規もかなり出ていたと、こういう状態ですね。

宮下 それと、株式の組み入れ比率を極端に低くしていた。

田辺 そうですそうです。僕も見て、これは株式投資信託じゃないんじゃないかと。コールに相当運用していましたしね。

宮下 ああいう非常に大きな変動する株式相場に対する投信側の体制がある程度できていたんです。

田辺 あれは行政指導を相当やつたんでしょう、たしか3割未満だつたですな、株式比率が。

宮下 極端なときには27%組み入れなんていうときがあつた。

水野 そんなものですか、株式投信で。

宮下 ええ。

田辺 だから、そういう心配はなかつたんですね、差し迫つたような。しかし、これはどうせやらなきゃいかぬような状態になるんだつたら早くやつた方がいいんじゃないかという感じを持ちまして、その作業に入つたわけです。これはいろいろ私も勉強をさせられました。担当は流通市場課。流通市場課の関口君（関口尚哉氏）が当時の課長でしたか。それから、補佐に白鳥君。

平尾 いや白鳥君（大臣官房参事官白鳥正喜氏）は業務課。

田辺 業務課と両方で作業したですな、あのときは。

宮下 流通市場課で始めたんですけどね。やはり証券会社の収支と関連させてやらなければいかぬというので、収支面から業務課でやりまして、白鳥君ともう1人、いま研究室にいる鞍谷君（財政金融研究室主任研究官鞍谷雅敏氏）がいろいろむずかしい数式をつくりましてね。

田辺 要するに問題は、将来の出来高というか、ある程度どういうぐあいに見るかということと、証券会社のコストというものをどう見ると、それにすれすれでマッチするところをどう模索するかという問題ですから、予測をやらにやいかぬわけですね。

宮下 一番大きいのが出来高を、あの当時1億9000株ぐらいに置いて、それから、どのぐらいのトレンドで上がっていくかというのと、もう一つ大きな要素は、4月の攻勢で30%も上がった人件費が今度は何%ぐらいで上がっていくかと。この人件費をあま

り高く見ると、経済企画庁が認めてくれぬかもしれんしというので、これはどの辺のところ、その当時まだ公になつた人件費上昇率というようなのがなかつたんですね。それで、7%ぐらいでしたかね。数字をこれならば経済企画庁も自分の方で認めている数字だから……

水野 公共料金を上げる根つこの数字でございますよね。そのときにたしかこんな数字だつたと思う。

田辺 公共料金はみんな凍結状態です、まだそのときは。もうさわつちやいかぬと、こういう状態でした。

宮下 内々の何かあつたんですよ。それをもらつてきて、そのトレンドでいつたように覚えている。

平尾 やつぱり大きなファクターは経営側は人件費ですよ。だから、人件費が向こう5年ぐらいどの程度の年率で伸びるか。たしか7%ぐらい。もう一つは、出来高の推定をどうするかと、GNPの成長率がこうなつたときに出来高がどうなるか。その後ろに例の機関化の現象がありまして、個人の持ち株の売買がどういうふうに落ちている、それをどういうファクターを入れてやるかというのをずいぶん研究した。

田辺 そうです。何回もやつたですよ。

宮下 回転率を幾らにするかという話。

田辺 回転率が年によつてずいぶん違つてるですからね。

平尾 あれは当時で出来高2億株いつたかな。

宮下 その年は1億9000株かなんかでね。

田辺 1億9千何百万株といつたですよ。

平尾 この辺へ来たらいわばベイラインになるというのは……

田辺 2億1000万株だつたかな。何かそんな数字だつたと思う。その当時は1億4、500万、1億3000万株という数字もあつたからね、月の実績で見ると。それで、いま企画庁の話出ましたけど、私は、これを上げるということの影響をどう判断するかというのについては、これは大したことないと。大したことないといつちや悪いですが、要するに一般投資家というのは、そんなに年に何回も売つたり買つたりするんじゃないんであつて、株式の売買というものはそう頻繁にやるものじゃない。マニアみたいな、あるいは信用取引専門家、投機家は相当負担を感ずるかもしれぬけども、一般投資家はそう負担を感ずるものではない。

それから、これは公共料金ではないぞというのをまず言つたんですね。認可はしなきゃいかぬのですけども。こういうようなことで、次官室でも説明したような気がします。平均29.5%ですか、引き上げを決めて、12月の2日から適用ということにしたわけですね。

そのときに、手数料問題で一ついまもまだ解決を見てないと思いますが、取引所側から問題が出された、これはみんなすでに問題意識があつたと思います。1株当たり手数料という決め方で、多少値がさ株と安い株との間には軽減率というか金額比例よりは低くなつておりますけれども、同じ金額で大型株の比較的値段の低い株をたくさん商いをした方が手数料はたくさん証券会社としては入る。それで、優良株でわりあい値段の高いものはもうからぬというか、効率が悪いという体系になつてたんですね。

たしか春の株価の盛行というものの中心が大型株だつたと思います。新日鉄ほかですね。これはどうも、証券会社の政策というか、販売政策というのか、そういうものが相当介在してんじゃないか—これは後にまたちよつと出てきますけどね—という感じを持つておつたんです。それで、それを手数料として何とか修正すべきじゃないかと。あれはたしか外国では大体金額比例を主にして調整をしているようなことなんで、投資金額に応じた手数料率というものを基本に考えたらどうかということを大分考えて、やつてみたんですけどもね。

ところが、東証の方で、予測というか、どういうぐあいに市場が変化するかという資料がない。それを推測するに足るだけの資料がないんで、こわくてやれない。それから、世の中に対して説得力も少ないということで、それは結局見送りになつたんです。今後の検討だということになつた。ただ、引上率を平均29.5%だけでも比較的値段の低い株の手数料のアップ率を抑えて、高いものは上がる率を高くした。そういうことをやつて、先ほどの思想に若干近づくような修正をした。それから手数料を上げると市場外取引がふえて、かえつて市場の取引が思つたようにできないんじゃないか、つまり、予測が外れてしまうかもしれん。アメリカなんかで機関化現象というのですか、大口の取引をみんな場外でやつているということが起こつておると聞いておりましたし、それを関係者がみんな心配して、それでいわゆる大口取引の割引料率をもう一段階大きなものを設けて、実質負担がそんなに上がらないという形で、逃げるのを防ぐという体系にしたわけですね。そういうことで、作業量としては、夜遅くまでずいぶん残つたりして何遍もやり直したりした記憶があるんですけどね。

水野 いまの手数料の話のときは、私、物価政策課長でございます。

田辺 ああそうでしたか。それであなたに公共料金ではないぞと。

水野 御注文がむずかしいんですよ。公共料金じゃないけれども、経済企画庁としてうんと言えというわけです。

田辺 そうでしたか。

水野 補佐に勉強させましてね。野田君というのがいま公取にいますけども、とことん勉強させて、それで、局議はしないで、これは公共料金じゃありませんと、C P Iには影響ないぞと。それ局議でひつかかつたら、全部ずつと答えられる準備しましてね。しかし、局議はなしで……

宮下 かけないでやつてもらったんです。

平尾 そうそう。

水野 ただし、福田副総理に上げろと言ったね。

田辺 福田さんは企画庁長官じゃない？

水野 じゃなくて、その前です。内田さんです。やつぱり経済企画庁としてうんと言えというからには、大臣に上げておかなきゃいかぬぞということで、大臣に上げました。というのは、実はこの前の10月に公共料金だけでC P Iを2%強上げているわけです。その後でまた手数料を引き上げるということなので、これはC P Iは全然響かないんですが、お耳に入れておきますかとか何とかいつて、こうやつて資料持つていましてね、そうしたら、「何だ、それ」と言うわけですよ。「むずかしい計算がありまして、ぼくにわかんないです。」「物価に関係ないか」と言うから「ありません」と。「ただ、お耳に入つたときに、うんと言つたことにしておいてください」と言つたら「よし」というわけで、すごくきげんがよかつた。

田辺 そうですか。それはいい人が担当課長で。

水野 それをいつ出すか、まっていましたら、証券局から、「いや、それと一緒に行政的な措置をとるんだ。タイムリミットがそろそろ近づいたから急げ」とハッパかかりました。ですから、これ結びついているんですよ。

田辺 どうもどうも、関係者から……

水野 しかし、あの資料はずいぶん緻密に積み上げられましたよね。ぼくによくわからないけど。

田辺 相当膨大な作業を何遍もやり直しをやつたりしましたからね。

水野 だから、聞かれたらばつと答えられる準備だけはして勉強させたんですけども。

宮下 そのときに取引所が、おれたちの方の計算が絶対正しいんだというですね。おかしいよというのに、2、3日そのときの次長、部長までががんばりましてね。最後に、彼等が旗色が悪いとやつとわかったとき、理事長のところに行つて、おまえたちが間違つていたということを報告せいと僕が言つた。

水野 森永さんですか。

田辺 いやいや、谷村さん。谷村さんはこの問題で2回ぐらい局長室に見えて、会議したですよ。会議の中に加わつてもらつて。

宮下 一番始めは、だから谷村さんが「全部この計算は正しいとうちの連中言っているんだがなあ」と言つてこられたことがあつたね。

水野 結局謝つちやつたわけですか。

宮下 うん。

水野 こだわりますからね。いろいろと。

宮下 あその取引所の連中というのは、やはり自分たちがりつばな仕事をしていると思つているし、それだけのプライドを持つているものだから、間違つたというのは一向言いたくないから。

4. 投資者本位の営業姿勢の徹底について— いわゆる田辺通達

田辺 それで、現象的には、12月2日、同じ日付で、「証券会社の営業姿勢について」（49・12・2蔵証第2、211号）「投資者本位の営業姿勢の徹底について」という証券局通達を業界に出して、これを新聞にも発表した。たまたまこれは同日になつておるんです。

これは、手数料の引き上げというものと関連させなかつたというとうそになると思います。もともとが当時の風潮というものは、大企業批判、企業性悪説というようなものが世の中を風靡してきておつたときで、いわゆる企業の社会的責任論。それに、私が初めて証券行政にタッチするようになつてから、苦情というものが物すごく多いことに実は驚いたわけです。それで、私にじかに面会に来た人もおります。かなりの地位の人です。それから、手紙が来る、あるいは自宅に電話が来る、こういうのがかなりありました。よくよく話を聞いていると、どうも顧客の方もはつきりしてないん

ですけども、そのやりとりが、何か任せたような任せてないような、相当の金をあれして、営業員、外務員に結果的には向こうは任せられたと思つている。こつちはずると何というのか、最初はもうかつたという報告が来るもんだから、もうかつたと自分で手帳をつけているんですけども、そのうちに少し損をしたとか、そのときにやめるとか、はつきりしたあれをしてない。何となくずるずるきて、今度どうしたというときには相当の損だからまたその損をカバーするためにひとつやりましょうというようなことで、また大損をする、こういうのが非常に後を絶たない。

こんなものかなあと思つて、宮下業務課長に大分聞いたり、こういうときにはどういう処理をすればいいかというようなことをやつてもらつたりしたんですけども。それで宮下課長も、やつぱりこれはお行儀がいけないんだと。前に坂野さんが局長のときでしたかな、営業姿勢を正しくしろという通達が出ているんだけど、やつぱりこの際証券会社というものは、これから日本の資本市場というのは相当展望を考えなければならぬときに、あの証券恐慌のときの痛手はかなり治癒されて、内容も相当よくなつた。財務内容も相当よくなつてきている。だけれども、営業姿勢をこの際ちゃんとしておかないと、またえらい信用失墜というか、あるいは日本の資本市場の発達というためにも何かやつた方がいいというようなことでいろいろ考えておつた。手数料を上げると、じや上げてからまたしばらくたつてというか、それと関係なしにやるよりは、同じ日付でやりましょうというので、通達の案文なんか大車輪でたしか業務課でつくつてくれたと思います。

そのときに私は初めてですから印象が深かつたのは、私の気持ちとしては、あたりまえのことを言つている。お客の取扱管理といいますか、台帳なりカードなりをきちんと整理して、そうしてお客の資力とか希望とかにマッチした売り方をするように常に監視をなささい。これは店長が責任を持つて、外務員に全部任せるというのでなくて、内部管理をはつきりする。それから、顧客の状態というものを常にわかるようにしておきなさいとか、あるいは回転商いやなんかをやっているものが成績が優秀だというんで表彰をされたり、あるいは、これはもつと大きな問題ですが、一律大量販売というか、今月は何々様だというようなことを全社的にキャンペーンをして、そいつを売りまくる。それで月が変わるとけろつと変わつてまた別のものに取りつくとか、そういう政策的、意図的なやり方はよろしくないとか、あるいは信用取引をめつたやたらな人に勧めなさんなど。やはり玄人で相当の経験者で資力もあつてと、こういう

基準をつくりなさいと。まあ私の気持ちでは、当然やつていかなければならないと思われることを言っただけだと思っておつたんですが、それに名前をつけて〇〇通達というような名前で新聞にでかでかと報道されたんで、こちらの方がびつくりしちゃった。

ただ、考えてみると、やはりいかにも恥ずかしいことなんですね。だから、それをこつそり指導してくれるならいいけども、何も堂々と世の中に発表してまでやるというところが非常にショックを業界に与えたんだなというぐあいに反省はしておりますけども。しかし、業界の方はまともに受けてくれまして、協会の中に特別委員会をつくって、その通達の趣旨をいかに実行に移すかというために、協会の公正慣習規制を整備したり、あるいは会社の内規を整備して、先ほど申したような顧客カードとか、かなり詳細なるあれをつくったわけですね。あのとき特別委員長は……。

宮下 小林さん。

田辺 小林さん小林さん。かなり苦勞をされたようでしたですね。しかし、そういう対応をしていただいたということです。あの委員会にも宮下さんは何遍も出張つていつて、その通達の精神をかんで含めるような話をして、指導されたと思うんですがね。ぼくも出かけていったことあるんです。

宮下 何遍もいろいろと接触するうちに向こうの方もだんだん……

田辺 気分がわかってきた。

水野 手数料アップと結びつけるあたりはうまいですねえ。

田辺 手数料を上げるというのは喜ぶことでしょうけどね。しかし、何もしないに苦しい状態のまま、いかにお行儀よくしろといつても、食えないんじややつぱり回轉商いとか推奨大量販売とか、そういうことに走らざるを得ないかもしれないという感じもあつたんですね。だから、ちゃんとやれるようにはやつてやらないやいかぬ。しかし、こつちはまた逆にきちんとしなきやいかぬというような、そういう感じはわれわれも持っていたわけですね。

平尾 あれもやつぱり、振り返つてみると各会社の中で内部の管理体制を締めていきますという歴史的な、相当あつたんじゃないですかね。

宮下 非常にきちんとしてはきている。

田辺 いまそうですか。

宮下 ただ、しかし、少し日がたちましたので。

一律集中をやっているところがだんだん出てきまして、検査報告書あたりにそれが出てきていますね。

水野 また手数料上げるんですか。

田辺 手数料今度下げてもいいんじゃないのかな。

宮下 今度下げるんじゃないかというわけですね。

田辺 手数料は戦後、下げ下げ下げの歴史なんですね。

宮下 そうですね。30年ぐらいまでが上げてきて、後は……

田辺 いや、上げたことないんですよ、たしか。

宮下 そうですか。一度修正というかつこうで実質的なもの。

田辺 ああ、調整というのがあつたな。

古橋 伊豫田さん（国税庁次長伊豫田敏雄氏）のときに1回。

宮下 あれは調整だろう。あれは35年だけど、調整だよ。

田辺 何か、上げたのは初めてだという記憶がありますね。

平尾 恐らく20年代にあつたかないくらいじゃないですか。あとずっと下げですよ。

田辺 料金自体は35年からずっと据え置きだったですね。

宮下 それはそうです。

田辺 先ほどの苦情というのがこんな話がありましてね。私のうちに夜、ぼくはいなかったんですけども、これは通達の後ですよ、たしか、電話がありまして家内が出たら、向こうは奥さんが綿々と話をしている。よく聞いていると、先ほどのような話で、その人はだんなさんにないしよで、家を建てるためのお金を預かつてたのを外務員に乗せられてやつていたうちに、取り返しのつかない損をこうむった。それで、それが、うまくいきつつあつただけど、田辺通達というのが出たから、もうこれだめになつたんです。文句言うなら証券局長のところに行きなさいというようなことを言つたんで証券局長の自宅に電話したんであると。私はいなかつたから後で聞いたんです。家内は弱つちやつて、株の名前忘れましたが、家内はおもしろいことを言つておつたな。「それはいますぐ要る金か」と言つたら、「いや、そうじゃない」と。「そのうちに上がるかも。」と言つた。後で私、気になつて数字見たら、半年ぐらいたつたら、また上がつたんですね。

宮下 そういう話は多いんですよ。

水野 なるほどね。

宮下 株式の取引では。

平尾 逆の話もありますよね。退職金を奥さんにないしよで運用しているうちに、すつてんてんになったとかね。

田辺 そんなものもありますね。

平尾 手数料は、そのころアメリカで自由化の動きがもうすでに相当強くありましたね。完全に自由化になったのは年を越してからでしたな。

田辺 あれはまだ大分後でしょう、完全に自由化になったのは。

宮下 それはちよつと後。

舟山 保護預かりなんかをはつきりした線にしたのは、その通達ですか。

宮下 それはずいぶん早い。

古橋 もつと早いですね。

宮下 保護預かりの手数料取つたりするときにやりましたから、ずいぶん早いんです。

舟山 ああそうですか。

5. 個人株主問題—証券取引審議会の審議状況

田辺 それから別の問題は、やはり何といても個人株主問題というのが、現在もどうもそういう状態にまたなつてきているようですが、個人株主が猛烈に比率として減少してきて、株式の法人化現象というんですか、これはちょうど私が就任した直後ですか、全国証券取引所の報告というのが公にされたんですね。あれはたしか、政策委員会というのが東証にあつて、三洋の土屋陽三郎さんが委員長だつたんですね。それで株式の個人離れ現象というものを分析してその問題を非常に詳しく出され、それを私も読んだんですけれども、たしかにいろんな問題が、株式市場というか証券市場自体に相当影響を与えてきつつあるという感じがしますと同時に、いわゆる法人の相互持ち合い、これは当時の機運、現在もその問題あると思いますが、企業が企業同士で持ち合つていて、本当の株式会社という運営になつていない、いわゆるグループごとの経営者の独裁制というか、なれ合いというのか、そういうものがやつぱりあるというところは、株式市場とかそういうことを離れた基本的な問題だなという感じがしたものですから、何とかこれを是正する方法はないか、これは大問題ですから、じつくり腰を落ちつけてやつてもらわなきゃいかぬというので、証券取引審議会がしばらくお休みになつてたんですかな、あのときは。それで再開をしてこの問題を取り上げたいということにしたわけです。その前に、もちろん局内ではいろんな議論をしまして、

ある程度の判断、問題を整理して堀越さんが会長だつたんですけれども、堀越さんに相談したら、ぜひやつてくれと、こういうようなことだつたものですから、特別委員会をつくつて、堀越会長は特別委員長にそのままなるといふことで、いろんな人、藤木さんが当時新日鉄の経理担当、経団連の資本市場対策委員会の何かをやつておられたですね。この人も同じようなことを言つておられたと思う、何かで読んだことあるんです。それから、吉国さんは当時浪人中でしたな。霞経済研究会。これはやつぱり税制にどうしてもはいらにやいかぬぞと。平尾君は税に詳しいわけだけども、そういう意識もあつて、吉国さんひとつ委員になつてもらわにやいかぬといふことでやった記憶がありますですね。それで、これは相当長く特別委員会をやつていつたわけですから、岩瀬局長のときに御存じのような答申になつていふわけです。(51・5・11「株主構成の変化と資本市場のあり方」について大蔵大臣に報告)

この特別委員会は、諮問したのがたしか11月ですね。総会をやつて、それから特別委員会に入つて、月に2回ぐらい、かなり勉強だつたですね。

(1) 上場基準の強化—浮動株式数の引上げ

やつていて、最初に取り上げたのが、いわゆる浮動株、上場基準。上場審査基準の中の浮動株数なり浮動株主数なり、浮動株の比率の問題、これを入れて強化してやるのが一つのかかなり強力な手だなと。たしか他にもいろんな議論しているんですけども、あんまりパンチが効かないんですね、具体的なあれがないから。

私がよく覚えているのは、平尾総務課長が上場基準の浮動株比率を引き上げたら、これはよく効くですよと言つた覚えがあるんですけどね。

それで、たまたま東証の方でも見直し作業をやつていて、どうしても新年度から新しい基準の改正をやりたいといふようなねらいを定めたものですから、テーマは他にもいろいろあつたんですけれども、まずそちらの方を第一番の順番にしてもらつて、そしてこの辺は2月ですかに、それまでの議論を中間取りまとめにして、総会を開いて中間報告をやつていふわけです。それに総論的なものを頭にして。第一の議題は、流通市場の機能の強化……「法人による株式所有の行き過ぎ是正と流通市場の機能強化」といふ表題で報告をしたわけです。その中に先ほどの上場基準の改正問題を入れて、これはそのとおり結論が出たわけです。3月の何日だつたかに取引所の方の改正を行つたわけですね。

古橋 3月17日に証取審の総会で。

田辺 中間報告をやっていますね。

宮下 いまの東証の上場基準の強化の改正は3月31日から実施ということになってますね。2月18日に東証が理事会に上場基準の改正で、最低資本金の引き上げ、浮動株数の増加、それから不良会社の上場廃止、この三つを理事会に上げまして、その明くる日の2月19日に証取審の第4回特別委員会でこの東証案について審議をした。それで3月17日に中間報告の了承のときにこの審議も一緒に入っておりまして、3月28日に東証の試案が原案どおり認可されて、実施が3月31日、ここで大まかに言えば三つが発足したということです。

平尾 それで、個人の株主をふやすためには、株式の投資魅力をふやすのが一つの本筋なんです。

もう一つは、取引所の上場基準をわりあい厳しくして、特に浮動株式を最低限これだけでなくちやいけない。それは上場に入るとき。入ってから今度安定工作を進めて、ある段階まで浮動株主が減ると1部から2部にされ、2部からも上場できなくなる。それをかなり上げましたですね。

平尾 東証そのものは浮動株主のふえるのは歓迎ですからね。基本的には賛成だけど、細かい過去のトレンドを追って、一体1部から2部に降格になるまでどれだけにするかというのは大変な議論になった。

それから、問題になるのは、東証のお客さんというとおかしいけれども、証券会社にとって大きなお客さんなわけですよ、大きな会社はね。その会社のあるグループがそのまま置いていくと、あるいはその傾向が続くと1部から2部に格下げになる。それで一番大きかったのは興長銀それから信託ですよ。あれを最終的に決める前に局長から、大丈夫かと言われて、興長銀が大分反対をしたんですけども、最後に興銀のいまの副頭取が見えましてね。

田辺 審議会の委員だった。池浦さんだった。

平尾 それで副頭取、あれ何という人でしたかな。

水野 菅谷さんですか。

平尾 菅谷さん。それで菅谷さんにおいでをいただいて、さっきの資本主義のかなめの話をして、菅谷さんが最後に、それじやわかりましたといつて、あそこも恐らく何ぼか放出しないとだめだったはずですよ。

田辺 やつてるでしょう。

平尾 それで興銀がうんと言つて、興長銀それから信託も呼びましてそれから北海道か、あれは何だつたかな。

田辺 要するに上場基準というのは、ある程度のバーを決めているんだけどね。それが上場廃止ということにならない。要するに、入学試験は一応あるんだけど、落第というのはないぞと。入学基準と退学基準との間に幅があり過ぎるんですね。それで、これはおかしいじゃないかというんで、入学試験のむずかしさと落第の基準というのはできるだけ一緒にしなきやいかぬということもその答申の中に入つて、そして、債務超過とか、無配継続何年とか、全然遊ばれているというかな、ポスト入りじゃないんだけど、ちゃんと上場しているんだけど、遊ばれているわけだ。そういうのはもうやめて、しかし、そういう落第の基準を上げましたから、2部に格下げというのか、その問題が起こるもんだから、これはやつぱり相当神経はとがらしたんですけどね。抵抗もあつたわけですね。だけど、経過期間を見るんですよと、あれはたしか3年ぐらいとつたかな。経過期間をとつて、その間にいろんな工夫はできるんだからということで。実際後で見ると、要するに株主比率、浮動株基準でもつて落第になつたのではないようですね。

平尾 それはいまでもないですか。

宮下 ただ、いま買い占めで……

平尾 ひつかかっちゃう？

宮下 ひつかかるというよりも、おどされる材料になっちゃう、10%を割っちゃうと。

それで、買い占めまして、おまえ、上場基準以下に落ちるから買取れというわけだね。それがいま相当ありまして、それで特別報告銘柄というものを谷村さんがつくられて、それで特別報告銘柄にすると、いまの浮動株基準が10%を割つても一応1部なら1部にそのままおれる。その間に買い占め側の方が音を上げてお手上げになる。実際にそういうふうな感じに、いまのディーゼル機器が特別報告銘柄の第1号で、もうこれ以降はないだろうと思いますけれども、買い占め側が非常に困っているという状態になつた。

田辺 事実、後の数字見てみると、50年度から51、2年度というのは個人株主比率は上がつておるんですね。

宮下 ところが、ここへ来て53年……

田辺 またもとへ戻りつつあるようですね。また同じことが繰り返されている。

(2) 機関化現象への視点

平尾 経団連の最も重要な視点を、株式市場の問題もさることながら、資本主義社会を支えているのは株式会社だ。その株式会社は、多数の株主の発言が自由にされることによつて会社の公正な利潤追求をあわせて社会的にはこれができる。それを企業間で持ち、あるいは金融機関も入つて、お互いに相互に持ち合つていくと、そういう多数の声が十分に反映されるチャネルがふさがっている。お互いに相互に持ちあつているものですからね。株主でもつて構成されている株式会社じゃなくつて、会社の執行部のエグゼキュティブのままに動いていくということが、結局は全体、市民社会と株式会社の遊離になる。これは大げさに言えば、資本主義社会全体の構成の基本を揺るがすことになりはしないかということを経団連ではわりあい言っていましたよね。それから、東電の長島さんなんかも同じようなことを。だから、そつちの角度が一つある。

東証の方の立場は、さらに流通市場が、機関化現象が起こつてくると流通の取引高が小さくなつてくるものですから、流通市場がいびつになつてしまう問題が一つ。

もう一つは、しかし、そうはいつでも、一般の家計が多数の株式を持つについては、全体の増資あるいは無償のあれをひつくるめても株式の魅力が足りない。積極的に持たないじゃないか。だから、株式の魅力を高めることによつて多数の株主の新規参入を促そう、そういう方向。それとあわせて最後に税金の話ということの問題ですね。

田辺 うん。

(3) 機関化現象の背景—資本自由化と安定株主工作

水野 いまのお話ですけどもね、その直前というか、47、8年ごろですか、資本の自由化が行われるぞというんで、安定株主工作というのがありましたですね。

田辺 そうですそうです。

水野 したがつて、安定株主工作というと、個人が変なものを持つているものを集めて法人にやるんだという動きがあつて、たとえば新日鉄はたしか、記憶ですけども、62万人の株主が47万人に減つたというんです。というのは、とにかく小口の株主が多いもんですからね、平均すると1人当たり千株を切つちやうとか、千株ちよつと上とかというのです。人数が多うございましてね。そうすると、その1人1人に対する経費が1年間で2,000円かかる というわけです。配当通知とか、株主招集通知とか代理権授与の通知とかで。それがこれになるまでは、場合によつては小口株主を集めて10%

の社債に切り替えることを中で検討しておつたんです。小口のものをですね。それが47万に減つたんです。

田辺 ふーん。

水野 そのように、法人に対して安定化工作をやつておりましたときに、金融機関は、証券会社は、それが終わると、この次、売買が減るから、今度は個人に持つてけつて言いますね、こういうことを言つてたわけですよ、商売の種として。ですから、この作業自体は当然方向としては正しいと思うんですけどもね。

田辺 いわゆる安定株主工作というのが法人化を進めちやつたと。

平尾 機関化現象が進んだ背景というのは、30年代の初めからずつとあるわけですね。

水野 進んでいますね。

平尾 で、それを加速した要因が、いまおつしやつた資本の自由化。資本の自由化というのは、OECDに日本が加盟した39年から始まつて、あの段階からですね。以前には認識はあつたけれども、国際的に資本の自由化を迫られてOECDに加盟をしたときですね。それで、実際には業種ごとに日本の製品の国際競争力が弱いのは、これはやはりある段階保護主義の色彩を残しておかなきゃいけないというんで分けて、第4次から第5次まで。最後まで当時残つたのが自動車ですね。当時自動車、乗用車の生産技術というのは、もうアメリカとかヨーロッパに負けない、ことに小型の場合。しかし、資本に関しては、たとえばGMとかフォードとか、ああいう大きな資本で日本の中位の自動車会社、とても大変だからというんで、自動車がかなり最後まで抵抗したんです。その間に自由化のスケジュールをつくつてそれに合うように安定工作を進めた。それが非常に大きな要因ではあつたですな、40年の初めごろまで。だから、そのいわば一つの反省になつたわけですよ。ただ、やはりそういう基本的に大きな資本主義のかなめをこういう形でだんだん崩しにしたのはだめだと。当時新日鉄はそれでも個人株主が30何%か忘れましたけど、わりあい高かつた。当時でも優等生だった。

田辺 新日鉄、東電なんていうのがわりあい高いんですね。

水野 そうですね。

もう一つ、いまおつしやつた物価狂乱の前の上昇のときなもんですから、個人がそのときに売つていましたね、それを集めたのが法人で。

田辺 株式の異常高つて、利回りも何も、株の値段というのが、何か法則があるはずだ

と思つて、ぼくはあんまりそれまで株を買つたり売つたりしたことがないから、いろんな人に聞くけども、結局はわからぬですよと言う。これでよく株を買うなあという感じがした。やつぱりどんどん売つたんですね。

水野 資金的な表を見ますと、個人のこと、法人のこと、あのときに株と土地が動いていますでしょう。それで、法人がもうけたやつがその金のかつこうでもつて、どんどん個人に移っていますね。

田辺 そうですね。

平尾 ぼくは一度審議会の席で説明をしたことがあるんですけどね、49年だったか50年だったか、過去2、3年の株価の変動と個人の売買とか、みんな分かれていますね。それを見ますと、個人というのは、別個にはわかりませんが、全体の集団として見ると、高くなつて、頂点ではないけども、わりあいいいところにいつている。それから外人と、意外に。それだけにまた逆に減つたんですよ。

田辺 株の値、あのときに、先ほどに戻りますけど、たしか9月か10月ごろ3,000円切るか切らないかというような状態になつたことがあるんです。ダウの3,000円。その急落場面が、その前からもうそういう状態になつていたんですが、就任してからどんどん下がるものだから、よく大臣に就任したりなんかすると上がることを非常に喜ぶわけですが、だけど下がった方がいいんじゃないかなあとぼくは思っていたんですがね。どうもおかしい。その値段というものが過当につり上げられている。それで、高木さんが次官だったかな、よく報告に行くわけですね。相当の場面の展開があるときは何日に一週かぐらゐは報告に行くんですけどね。これはもうどんどん下がった方がいいんですよというようなことをぼくは言つた覚えがあります。3,000円を割るか割らないかなんてというのは、関係者の間ではかなりあれしてたけども、高木さんも3,000円を割つたつて構わないよというようなことを言われた覚えがある。信用取引の規制をどんどん緩和したんですけど、もうほかに手の打ちようがないと、これ以上手がないですよという状態だったね。

水野 その意味で証券会社はずいぶん強くなつたんですね。

(4) 独禁法改正—法人の持株規制

田辺 それで、この問題に関して私は日付やなんか忘れてしまつたんですが、独禁法改正の問題がもうそろそろ出てたんですね。50年の春ごろかなあ。それで、自民党に独禁法何とか委員会というのができましてね、その委員長が山中貞則さんで例によつて

精力的に働いておられた。ところが山中貞則さん、その前に総理府で沖縄問題のときにその下で働いていた関係もあつて、呼び出しを受けたんですよ、証券局長の意見を聞くと。大企業の持ち株制限を強化する改正ですね。それが主題であつて、そこで話をした覚えがあるんです。

そのとき渡辺豊樹氏（公取委事務局長）は公取の担当審議官。独禁法改正のために呼ばれたようなものですね。前からいろいろと私のところに相談に来たり、私も情勢を聞いたりしておつたんですけどね。

私は自民党の会では、先ほどの株式持ち合いというものの、日本の資本主義というものの根幹がむしばまれてきておるんだ。資本というものはみんな見せかけを持つているけど、中身はお互いに持ち合つて、要するに空洞化しておるんですよというようなことを言つたような覚えがあります。だから立場としては変なんですけどね。証券局長の立場から言うべきかどうか知らぬけれども、基本的に法人の持ち株を何らかの形で特に持ち合いを制限することは必要である。これは証取審でも商法の改正問題として、いわゆる自己株取得の禁止の規定があるんですけども、それと同じことじゃないか。子会社とか関連会社お互いにぐるつと一回転すると、まさに自己株を持つているのと同じことになつちやう。それは鈴木竹雄さんが委員でもあつて、あの人は商法部会の部会長、法制審議会の。そういう立場からも検討に値するということになっているわけです。ですから、そういう旨もそのときに述べて、基本的に賛成だと。

ただ、適当な経過措置というか、証券界が非常に心配しているのは、商社なんかが相当持つている、銀行が持つている。それがどつとばかりに市場に出てくると、これはえらいことになるのではないかとということを心配してたんですよ。そのマグネチュードというかエネルギーがどれぐらいのものであろうかというのを証券局でも作業をしていたわけです。それで、5年ぐらいの経過期間を置けば何とかなるんじゃないか。何かそのときに、株式を拾い上げる例の証券保有組合みたいな式のものをつくつて骨を集めるというか、そういう機関を設立すべきじゃないかという議論もあつたんですけどね。それは要らぬだろう、まあ様子見てればいいと、こういう結論だつた。

平尾　そうですね。あれは三ツ本さんか何かの委員会がありましたね。

宮下　資本市場特別委員会というのが協会にありましたね。

平尾　そこで独禁法の株式の持ち合い制限については、市場に大きなネットを張つてせにやいかぬ、これは大変だというんで証券界で反対の決議をしようと、そういう話は

ありました。

田辺 何かそういう機運があつたね。

平尾 局長に前々から言われておりましたですからね。あれ総務課で作業をしたとき、ぼくちよつと細かいこと忘れたんですが、公取の原案に若干の修正をした。経過期間を置いているその間に増資があるわけですよ。それは有償の割当増資もあるし、無償増資もある、それから一般公募。その経過期間、5年だったか10年だったか忘れたけどね、過去のトレンドで計算すると、いま持っているものを放出しなくても経過期間経過後、おのずからその基準に合致するという計算が、むしろゆとりがあるという計算が出てきたんです。ぼくはそれを持って三ツ本さんか何かに説明に行つて、いや、わかりました。で、われわれの方はもう根回しをして、言われて行つたことありますよ。当初ぼつと見たときに、さつきおつしやつたような何か受け皿が要るんじゃないかという話だったけど、細かく詰めるとその必要がなくなつた。

宮下 そうでしたね。

田辺 それで、証取審の出した3月の中間報告では、いまの株式の持ち合い、それから商法の改正をお願いするというような結論とか、いわゆる法人の優先的株式取得の抑制というのが柱に出ているんです。それはいわゆる親引けですね。時価発行増資の際の親引け、これが以前から相当問題になつておつて、かなり自粛措置を決めていたんだと思いますが、これを強化すべきだ、第3者割当増資というのもこれは原則としてやるべきじゃないというようなことを、そのときの中間報告で決めているわけです。親引けの制限は、その後自主申し合わせをして、たしか4割までになつていたのを3割に、これは今永君の分野でしたかな、業界の自主申し合わせということでやつたんですね。

(5) 企業の配当増資政策

それから、証取審では、先ほどこちよつと順番間違えしましたが、いわゆる株式投資魅力の回復と発行会社の株主優遇策の確立という問題、これは6月の12日（中間報告）ですから、私がまた辞令をもらう直前の状態だと思いますが、中間報告をやつて、そのとき企業の配当増資政策というものについて提言というのか、そういうことをやつたんですね。要するに、額面に対する配当率ということで、世の中の人には常に1割とか何とかいつて、それでそれを一定に保つのがいいんだというようなことに考えているもんだから、いわゆる配当性向というのは上下している。景気はそのとき、49年

あるいは48年の狂乱物価のときに最高になつたんですね。49年3月期はたしか会社の収益率はかなり高くなつて、それからぐつと下がつてきたんですね。みんな赤字、倒産がそろそろ出てきた、こういう状態のときだつた。だから、そのとき配当性向はなるほど高くなりつつあつて、だけどいいときは物すごく低い。そこで先ほどの、個人が何でこんな高い株を持つかというような議論と関連しますけれども、やはり配当というのは現に受け取る収益だから、なるべくそれをもうかつたときはたくさん配当する、いわゆる配当性向を重視していくべきだ。それから、額面配当率じゃなくて自己資本収益率というようなメルクマールで会社の業績を判断するという習慣をつけるべきだというようなことを言つたと思います。

そのときに、これまた余談の方になるんですけども、そういう作業をわれわれ特別委員会でもやつている最中だつたと思うんですけど、あれ、企画庁、あなた御存じないかな。要するに企業性悪説が世の中を風靡してた時代なもんだから、あれは福田さんじゃなかつたかと思うんだけどね、もうかつた会社でも配当は抑えろという談話発表か何かね。（昭和50年2月1日経済対策閣僚会議決定「企業経営に関する自肅要請について」）

水野 あれはやつちやつたのを、後で物価局から横やり出ましてね、2度と言つてくれるなといつて。

田辺 そのやろうとしたときの問題があつたんですね。ぼくはそのとき、これはいかぬというので、福田さんのところに談判に行つた。

宮下 御自身で行かれた。

平尾 そのときぼくはお供した。

田辺 要するに、「それはおかしいんじゃないですか」と。額面に対する配当率だけを見て、それを自肅せよというのは。

水野 結局企業がもうかつて値段を上げている。それで公共料金と絡み合わせて、配当ができるのはおかしいなと。

田辺 電力の配当とかね、それは言われたです。そのときに、とにかく、一般的に配当の高い企業はよろしくないというようなことを一国の大臣がいわれちやこまります、それはこういうことですよといつて言つた覚えがある。結局、決定の文章としては、配当について節度ある態度をとれ、というのが入つたけど、それにはかなり長い注釈をつけてもらつた。要するに、適正利潤を適正に配当するのは当然であるとか、額面

に対する配当率の高さだけを問題にする趣旨ではない、過小資本で高配当の企業は無償増資等で株主還元をなさいとかね。

平尾 福田さんはこういう顔しておられたけど、もう2度と言われなくなった。

水野 ずいぶんしかられたという感じでしょう。

宮下 まる反対の話がどんどん出るもんだから、ちょうどこちらの方のあれが進行している最中でね。

水野 その後、御下問がありましてね、田辺局長がおいでいただいた後だったと思います。物価が上がっているところが、配当するのはけしからぬというのは、そうも言えないらしいけども、それじゃ銀行や証券会社、何で配当を抑えているんだろう、大蔵省はと、こう言われるんですよ。

田辺 ああそう。

水野 銀行の株だつて取引所へ行っているんだろう、あれ、どうして抑えているんだ。わしや、抑える方がいいと思っているんだ。もう言わないけども、と言っておられました。だからやつぱり、心の中に半分思っているんでしょうね。

田辺 ああそうですか。そのとき証券会社は先ほど言った状態だから、これも言った覚えがあるんですよ、業務課長にね。片一方で配当しろと言つて業務課やなんか従来からきちんとしておる。標準も設けてある。ところが、その9月期は標準どおりやつたら無配になつちやうんですよ、みんな。これはだめだと。だから基準をかなり緩和したんですね。苦肉の策で。

水野 ちよつと御下問にこつちはたまげちやいましてね。

宮下 それで局長にひやかされてね。総務課長と橋本（証券局業務課長橋本貞夫氏）2人で、証券会社もこういうふうな変な通達がない方がいいという話で、いや、証券会社はこのまま残すんだといつてこつちががんばるもんだから。

それで、そうか、それじやうちの方は手数料を認可して、あれでちよつともうけ過ぎているから手数料をまた下げるかと言つてね。

田辺 だから、あのときは証券会社の配当性向は高くなつたはずですよ。

(6) 配当課税問題

証取審でのその次の株式投資魅力という問題の一つの目玉は、配当課税問題なんです。それで、これは証取審で取り上げるべきかどうかというのは、ちよつと考えたんですけれども、いずれにしろ税制調査会が乗り出して、主税局が本気にならなければ

ば税制改正というのはできないんだけど、個人株主問題というものを追求していくときに税の問題はやっぱり逃れられないというか、避けて通るのはおかしい、むしろわざとらしい。証取審としては証取審の意見を言つたらいいじゃないかと、主税局にちよつと断りに行かしてね、こつちではこういうぐあいでやるぞというようなことをやつて。向こうは、そつちの方である結論が出るのは仕方ないやというようなことだつたですけどね。

そこで、平尾総務課長には税のエキスパートとしてのあれを充分発揮してもらつて、結局基本的なことはそのときの答申に全部うたつてあると思います。比較考量をしているんですね。法人税の本質論から解き起こして、これは吉国さんあたりがかなり主導されたんですけれどもね。法人税の歴史やなんかから、法人税というのはいかなるものであるかという本質論から解き起こして、要するに二重課税というものがいまの配当控除のシステムでは残っているんだ。これが不合理だ。それから、前からよくあつたんですが、借入金と利子の負担、直接金融と間接金融の問題ですね。どうしてわが国では間接金融ばかりがこんなに盛んになつて、直接金融がわきへ押しやられているかという問題。これはもちろん高度成長という地合いというか、傾向がそうさせたんでしようけども、やはり税の問題として増資をいやがるというのか、先ほどの株式の流通価格の問題にも関連しますけども、どうもやはり株数が不足している。株数の供給が不足しているんじゃないか。増資をやりたがらないということは、経営者の話を聞くと、負担が格段に違う。それは自分たちのものだと思つているから負担という問題はおかしいという哲学的な論争もあるんですけども、税の問題として、二重課税を完全に排除してないところに基本的に問題があるんじゃないか。

これは、配当損金算入説とインピューテーション方式ですね。個人の手元で総合して、そして法人税分を控除するという、ヨーロッパではほとんどみんなそういう形になつている。やはり合理的なのはインピューテーション方式だという結論を証取審としては出していますね。最近の税制調査会でも何かこれがぼちぼち議論になつているような感じですけどね。やはりそのとき私は、この税の問題は何ともしないと、直接金融はなかなか盛んにならないという感じはいたしましたですね。これはしかし、答申として出されただけで具体化はしてないわけですけども、税の問題としてもやはり避けて通れないんじゃないかと思います。

それからあとは、審議会のテーマは機関投資家の役割という問題をやつたんですが、

ここまでが私の在任中でした。これの中間報告は後になつていきますね。

あとは証券会社の営業姿勢あるいは投資家保護の徹底とかというような問題を岩瀬局長のときにやつてくださった、こういうことになっています。

6. 発行市場の問題

(1) 時価発行増資の反省

大きな印象に残ったテーマは以上のようなことですが、つけ加えて申しますと、一般的なそのときの情勢としては、発行市場の問題で49年それから50年も当然ですが、いわゆる増資というのが極端に落ち込んだ年ですね。先ほど言いましたように、企業の業績が非常に悪化して、世の中不況のどん底に入ってくるという状態だったから当然なんですけれども、それ以前の時価発行増資の流行、まあ行き過ぎとでもいいますか、その反省期に入ったと思うんです。これが時価発行増資そのものは悪くはないんですけれども、時価発行で得たプレミアムを会社の執行部が株主のものだと思っていない、観念としては。経営者のものだ、こう思っている。それを内部留保の中にしまい込んだまま株主に還元してない。これがやはり、株の分割なり無償交付なり、そういうことを盛んにやれば株数が増えるという問題があるんですけれども、流通市場、株式市場が窮屈になつてきているというのは、先ほどの機関化現象と同時にこういった株主に対する優遇というのか、本来の処遇を怠つていっているところにあるということが問題になつて、そういう時価発行増資に対する反省期にあつたと思います。

それで、証取審でもいまの株主に対する魅力というところで、時価発行増資によつて得たプレミアムをできるだけ株主に還元すべきであるということを提言しているわけです。

これは実際には自主ルールという形でもつて、発行当事者の間でのルールが何回か改正強化されてきています。この時価発行増資の頻度について一定間隔を置けというようなことから、次の機会までに何%以上を還元しなければその次の時価発行を許さないとか、あるいは増資のときに、そのとき以上の収益率を将来も続けていく可能性があることとか、そういった形での自主ルールというのが何回かこれを強化しています。還元率を高め、間隔について厳しくしているということですね。ですから、49年、50年というのは、増資自体は引つ込んだ。それは、時価発行増資が急減してお

ります。その割りに、いわゆる額面割当、割当増資というのは伸びているんですね。特に50年は相当割当増資がふえた年だったと思います。そういう時期であつたと思います。現在もその延長にあるんですかね。ともかく、時価発行増資というのは行き過ぎてたなという感じはその当時しましたですね。ただ、世の中、時価発行増資そのものが悪いんだといわんばかりの風潮になつていましたから、それにはやはりそうではないと、これは合理的な制度だということを言つた。

それから、証取審で無額面株を推奨しています。額面という観念にとらわれているから物事が混乱してしまつて理解がむずかしくなつちやうんです。いまの商法の規定では、額面株を無額面株にかえるその手続が厳し過ぎるからこれを緩和したらどうかというような提言もたしかしていると思います。

宮下 ちょうど先ほどの話の転換社債の発行について、48年にその反省期に入つて、48年の下半期だったと思いますけれども、時価発行の整備を初めてやつた。

田辺 これ転換社債でやつたらいいじゃないかという話し合いをしたな。

宮下 はい。それから今度は、時価発行ルールというものをだんだん厳しく締めつけていつたのが49年で、ちょうどその最後の仕上げが田辺局長時代だったと思います。

プレミアム還元期間を10年間から5年間に直したのが4月。まだ田辺局長のちよつと前ですけれども、その後いろんなことをやつていただきまして、次の発行のときまで20%は返しておかなきゃならぬ、あれだけはいまでもみんな守っているわけですからね。10年間に返せというルールを5年間に締めましたんですけれども、それはもう有名無実になつてしまひましてね。せめて10年でやつてくれればいいんですけれども、その10年までもふつ飛んでしまひまして、いまプレミアムの還元率が一番始め20%は確実に行われておりますけれども、後がうまく守られない。

田辺 収益率が落ち込んだやつたですからね。

宮下 そうですね。これも少し見直しを今後やらなきゃいけないと思つています。

(2) 起債調整の緩和

田辺 そういうことでしたが、発行市場で公社債の方は49年にそれまでの史上最高になつて、50年はさらにその5割増しぐらいふえていたんじゃないかと思います。というのは、49年中は少なくとも非常な金融引き締めの時期がまだ続いてたわけです。実際の後から振り返つたG N Pの指標でいきますと、50年の1—3月に底をついたということになつておりますが、まだ秋ごろは、財政投融资の繰り延べだとかそういう

ことをやつておりました。

公定歩合は春でしたかに2%引き上げた後じつとその引き締めを堅持していた時代ですけどね、たしか預金金利はその後も上げているんです。全体に高金利時代を迎えていた。

それで、社債市場、流通利回り自体は11%台というようになってきてた時代ですね。ところが、発行条件がやはり乖離をしているという状態でしたから、発行の希望はかなりあつたと思います。

49年のときに何かの機会に大臣にお話ししたことなんですが、1兆何千億円という発行希望の半分しか49年中は発行できませんでした。半分は残されている。というのは、片一方で銀行局は例の大口融資規制というのを、高橋局長だつたですけども、銀行局懸案の問題を打ち出されたということもあります。

いま一つは電力。電力の方は、資本金比率が社債の発行限度があるんですね。それで先ほど額面割当増資がふえているというのは、電力かなり49年度多いんです。増資しないと社債発行できないという状態になってきた。そういう状態だつたと思います。負債の方は窓口指導でもつてぎゅうぎゅう締められている、一般に金融機関の貸し出しが。それで、パラレルに社債の発行規模を日銀は抑制してたと思います。

それで、様子を見てみると、あんまり不況色が強くなつてきつつあるという状態で、いわゆる起債調整というのは、普通の貸し出しを抑制するような力でもつて社債の発行の抑制をしていたら、直接金融というのはいつまでたつても同じことではないかという感じがして、49年の12月から少し社債流通市場は緩和ぎみになつたんですね。たしか利回りがちよつと落ちています。12月に。11月まではぐんぐん11を%越えていつてたんですけども、ちよつと落ちたと思います。少し緩和した。世の中の景気の状態や金融の状態が少し変わつてきたという感じだつたんです。

それで、日銀の営業局長は中川氏でした。それから、総務課長がこの前まで日銀の営業局長やつてた人ですね。

水野 蔵原さんですね。

田辺 彼と大分やり合つた記憶があります、50年になつてから。いつまでもこんなことで起債をぎりぎりやつている価値はどこにあるんだということで、まずこちらの方から少し手綱を緩めてしかるべきだと。それで、ひとつ、流通市場の価格が次第に緩和されてきていたということもありますから、これは今永君の—当時の資本市場課長で

すね—分野ですけれども、彼も相当苦勞していろいろネゴをやつて、たしか2月ごろから、なし崩し的に、—それまでは四半期ごとに各月の分を決めてたんですけどね。その当時起債枠というものを—それまで月に1回だったんですけれども、2月から、前半債と後半債というようなくあい、苦肉の策で分けちやつてね。その月幾らなんて決めないと。要するに持ち越したものがかなり在庫を持っていますから、それを市場の様子を見ながら出していく。大体月に1回用意ドンでみんな20何日かに起債の払い込みというあの風習はおかしいじゃないかというのをわれわれの中では議論した覚えがあります。起債というのは、企業が様子を見ながら自由に日にちも選んでやつていくのがいいんじゃないか。要するに起債の自由化の方に進んでいったときだったです。それで50年度に入ると相当起債規模は、その3月、4月、5月と毎月ぎりぎりど日銀と折衝してふくらしていった覚えがあります。

(3) 起債条件の弾力化

それに関連をするかどうかですが、国債の—その前に、たしか9月でしたか、起債条件の改定、いわゆるワイドーバンドというもので小刻み引き上げをやつたんですね。9月に小刻み引き上げ、公社債の中で社債だけをたしか0・5%引き上げた。それから10月に、国債も含めて引き上げているんですけど、そのときは事業債は据え置いている。というのは、要するに流通市場の様子によつて発行条件を改定しようという、そういう機運が定着しかかったときで、こつちは市場がそうなっているんだから上げますよということで、先に社債を上げて、まだそれでも市場があれば、というのは、あのときも金利体系論があつたわけで、これはもう上げられなくなつちやうわけですね。それで余りにも格差がつき過ぎるというんで、国債はもちろん乖離していましたから、国債を始め10月に改訂をしたんですけどもね、そういう市場の発行条件の弾力化ということを進めにやいかぬということと同時に国債市場はもう荷持たれの状態になつておりまして、個人消化が進まない。これは発行条件等の乖離問題が基本にあるわけですけれども、それで12月でしたかに買いオペというより国債整理基金で、いわゆる買い入れ消却を200億円ほどやつています。これはたしか吉瀬理財局長だつたと思いますけどね。

吉瀬さんに問題をよく整理して貰つて、それでこれはやつたんですが、このときに私は感じましたのは、要するに起債や流通市場というものを発達させて、そして金利の自由化といいますか、まずそれは直接金融の場でなければなかなかできないという

考えがもとにありましたけども、いわゆる買いオペレーション、売りもありますけれども、日銀のオペレーションというものが非常にぎくしゃくしている。何月に何百億円、何千億円というものを理論価格でもって各銀行に実際には割り当てて、そして金額を決めてやっているというのは、全然市場に役立っていない。単なる量的金融調節という役割をになっただけで、これはもつたいないではないか、だから、本当の意味のオープンマーケット・オペレーション、それに何とかして踏み切るべきではないかというような、私自身一つの理想論がありまして、なかなかこれはすぐステップは踏めないんですけども、内々に日銀の中川局長あたりと相談をしたり議論をふつかけたりしてたことがあるんです。

それで、局内ではそういう準備をなさないと、どうしたらいいかと、そのいまの買い入れ消却のやり方も割り当ててるわけですね。

結局あれは個人消化のシェアかなんかによつて各証券会社ごとに、全部が200億円だからおまえ何10億何億円と、こういうふうな。それはもつばら業務課が計算して金額を割り当てている。これももつたいない。このときは上場価格でやっていたんですね。だから理論価格じゃないんですけども、そのときの上場価格というものも非常に硬直的な価格でしたから大同小異だと思います。本当に金利機能を発揮させるために、国債、どうせ買い入れ消却なり、買いオペをするんだつたら市場にそれを出して、そして政府なり日銀の意向をあれしながら、値段もそれによつて調節されるという、コントロールできるじゃないかということを考えた。何かそのときに政府証券ディーラーというのをつくるべきじゃないか、それをどうしたらいいか、なんていうような検討、議論をやっていた記憶がありますね。それは日の目を見ずに終わっていますけども。

水野 いまはオペがそうなっていますね。

田辺 ほかに企業会計原則の修正とか連結決算の問題とかありますが、時間が来ましたので……。大体そんなところでございます。

水野 そのころおつしやつたのが、このところでやつと実を結んでいるというか、実行に移っているものがある。4、5年どうしてもかかるんです。中川さんあたりは、もういま張り切つちやつてどうしようもありません。自由化自由化つて。

7. その他

田辺 その当時たしか金脈問題なんていうのが国会では、いつごろだったかな。いろんな形でやってきて、私は関係ないと思っていたら、ときどき呼び出されるんだな。三光汽船なんていうのもありましたね。あれは……

宮下 第3者割当ですね。

田辺 福岡の榎崎弥之助さんが呼びつけて、質問状か何か印刷して出したのかな。

水野 爆弾宣言。

田辺 いろんな事実を書いて、これに対して回答しろという。どこでそういうのを手に入れたかなあと思つてよくよく考えたら、有価証券報告書というのはかなり詳細に内容書いてあるから、連年の見るとわかるんですね。

水野 はあはあ。

田辺 それで、これは国会にいつも持つていかにやいかぬと。下の販売所があるでしょう、そこに行ったら、あれ売り切れたという。何かぱつと出てくると、その会社のやつがねなくなるわけですよ。

宮下 必ずどつかで聞かれるわけです。関係がないことが多いけれども。

水野 田中さんがおやめになつたのが49年の12月ですか、たしか。

宮下 それで、その当時、われわれは何のことかと思つたんですけれども、大光関係のあれが出たのも50年だったですね。

田辺 あれ50年ですかね。

宮下 ええ。ちよつと融資関係がおかしいんじゃないかという話があつた。

水野 有価証券報告書をお持ちだから、しよつちゅう呼び出されたんじゃないやございませんか、金脈問題で。

田辺 何か必ず1枚加えさせられちやう。何もこつちは知らないわけだけどね。だから、その有価証券報告書を持つていればどこまで答えられるか、かなりしかし書いてありましたね。

水野 書いてございましたね。

田辺 そして、そのときに守秘義務の範囲というものをよほど慎重に考えないと、うつかりあれすると、それからえらいところに飛び火する可能性があるというんで、あのときは国税庁長官を初めみんな一生懸命守秘義務の勉強してたわけですね、有価証券報告書に書いてあるのは、これは言つてもいい。それさえよく持つていればいいというところでしたがねえ。

舟山 証券行政は関係方面が多いから大変ですね、すべての面で。

田辺 考えてもみなかつたような守備範囲があるわけでございますね。

舟山 日本銀行、銀行、税とか、すらつと進めるわけにもいかないというような感じです。

田辺さんのときに、証券行政のターニングポイントになつたような点は何かありますですか。少しずつ革新が行われてきているわけですけどね。

田辺 大きな意味で、何かそれがターニングポイントになつたというのは、どうでしょうかね、証券行政としては。時価発行増資が反省期に入つたということはある種の流れの変わりですね。

それから、私、多少意識したですけども、企業性悪説というようなものにやはり抵抗したいというか、企業としての価値を認めるような考えにしなきやいかぬということはある程度意識しましたですけどね。

水野 私は物価政策課長で、ごあいさつに行つたら、おまえ企業性悪説をまずやめろというんです。

田辺 ああそう。

水野 それで、一番初めの新聞発表のときに、悪者づくりはもうやめろとやつた。たまたまそのときに、新聞が値を上げる話を打つてもらつたんですね。新聞が上げてもいいのかと言つたから、結構と。おべんちやらを言うなど、こういうふうな話で、逆に組みつかれましたけどね。一番初めの新聞発表のとき、もう悪者づくりやめようよと、商社の次に銀行がくるという感じが濃厚でございましたね。ごあいさつに伺つたときに、それだけをやめる方向に持つていけという御指示伺つて、教えていただいた。確かにひどかつたですからね、企業性悪説。だれか悪者づくりをしている、特に企業がという。

今日は、本当にありがとうございました。

田辺 どうも失礼いたしました。余り要領得ませんでして。

——了——