

取扱注意

平成10年9月28日(月)

平成4～5年の証券局行政

元 証券局長

小川 是 氏

出席者

元 証券局長（現東京大学先端科学技術研究センター 客員教授） 小 川 是

財政史編集顧問

山 口 光 秀

目 次

	ページ
1. 経済状況	1
2. 主要課題	
(1) バブル損失の処理	2
(2) 証券会社生き残り	3
(3) 金融制度改革	3
3. 8月危機	
(1) 7月後半から8月中旬にかけてのマーケット	4
(2) 8月18日の「今後の金融行政について」	5
(3) 代表者研修(8月27日)	6
(4) 8月28日の総合経済対策	6
4. 金融機関と経理問題	
(1) 有価証券の期末評価の問題	7
(2) 担保土地の処分損失等の問題	8
(3) 銀行保有土地の再評価問題	9
5. 株式市況の推移	
(1) 9月中間決算	9
(2) 年明け2、3月危機説	10
6. 日経225先物取引問題	
(1) 昭和63年に導入後発展、市況低迷下で諸問題の指摘	11
(2) 8月28日の経済対策で見直しの方向	13
(3) 12月22日「先物取引の在り方について」を取りまとめ発表	14

7. 制度改革問題	14
8. 基本問題の勉強	17
9. IOSCO	18
10. その他・質疑応答	
(1) 手数料の自由化	21
(2) 証券会社の不祥事	22
(3) いわゆる“PKO”問題と先物等	23
(4) 制度改革問題の思い出	27

1. 経済状況

〔小川〕 それでは、機会をいただきましたので、私が証券局長を勤めました1992年6月から1993年6月までのことについて、どのぐらいの時間になるかわかりませんが、項目と若干の資料を持ってきておりますので、項目に従ってお話をしたいと思います。

1992年6月26日に証券局長を拝命いたしまして、ちょうど丸1年でした。着任いたしましたときの状況からまずお話ししたいと思います。

株価のグラフをお配りしているかと思います。「株価と出来高」というものがお配りしてあります。もう一枚、横紙で「証券関係資料指標」という資料がございます。これらを見比べながら話を聞いていただきたいと思います。

ちょうどこの6月の時期は、その前年の6月から7月に発覚しました「損失補てん問題」に一段落をつけたところでした。立法上の手当がさまざまなされましたし、前年の、途中からかわりました「証券取引等監視委員会」の法律が通りまして、6月中に水原新委員長の人事が固まり、7月20日に委員会がスタートするということでした。したがって、損失補てん問題、証券界の問題がとにかく一段落した、一服した感じがいたしました。それが1つです。

第2点としましては、「金融証券制度改革法」が成立いたしまして、制度改革が、86年から銀行局、それから2、3年遅れて証券局がスタートをし、前年に関係審議会の答申がまとまって、この年に法案が出されて国会で成立した。したがって、かれこれ6、7年越しの制度改革が曲がりなりにも形ができた。その法案の審議の過程でもいろいろ説明されていたところですけども、あとは政省令の作業が残っているということでありました。

そこで、株式市場はどういう状況であったかと申しますと、このグラフを見ていただきますとわかりますが、2か月後の平成4年8月18日に1万4,409円になるわけですが、6月の時点でも株価が低下する局面で「飛ばし問題」、あるいは「地価の下落」によって金融株が低落する、あるいは景気の低迷から取引が併せて細っているというような状況でした。

後ほどご説明しますが、前年、平成3年からこの4年にかけては「日経225」の先物が猛烈な悪玉になっておりまして、先物が下げをリードしている。それはこの「日経225」の取引手法もあるけれども、商品性に問題ありということでありまして、この悪役説は証券界、特に東京ですけども、それが完全に政治に移ってございましたし、マスコミ

も当時は見ているだけですけれども、明らかに「225に問題あり」ということで、これまた「日経225」の見直しというのが、いわば既定の路線になっているという、そんなところでした。

したがって、この6月末の状況というのは強い景気対策、9月の中間決算を控えて金融機関の決算対策。今、申し上げた先物市場の見直しとか、あるいは株式市場にテコ入れるために公的な資金による体質の改善を求める声が強い、そういった状況でした。それがまず第1の経済状況、あるいは着任いたしましたときの環境です。

今回、初めて私は証券局勤務をいたしまして、その前の特命審議官の時に前年の監視委員会を作る作業の中で、一番読みましたのは実は証券関係の企業小説でした。株式取引に参加する人たちがどんな気分でどういうことをやっているかというのは、証券局年報だとか、証券のいろいろな本を読んでも正面からであって、素人にとってはやはりドロドロしたところかなというので、何十冊か買っては読んでいました。証券会社の人が、そのとき下の審議官室に来て「審議官、こんな本を読んでいるようではだめですよ」と言われたけれども、これは非常に役に立つ面がありました。

もう一つは、監視委員会を作る作業の中で、初めてですけれども、検査報告書を相当たくさん持ち込んでもらいまして、大証券あるいは中堅証券、財務局管理の会社の検査報告書を読みました。それは、そういうのを通じてほぼ確信というか自分なりの証券会社のビヘイビア、あるいは投資家のビヘイビア、あるいは資金調達側の感覚というようなものを得たような気がいたします。証券局長になりましたときは既に検査は完全に監視委員会の仕事で、私どもの所管ではありませんでしたので、タッチすることがありませんでしたが、検査をやっている人たちは本当に苦労があるなど、その頃、検査報告書を見て思ったものであります。そのときには、省内でいろいろな意見がありましたのですけれども、証券会社のところの検査だけを監視委員会へ移管し、「金融検査の再構築はなし」ということでやりましたものですから、そちらの方は関わりませんでした。今日のような状況を見るにつけ、何が事実であるとか、あるいはそれをどう認識するかとか、どう当てはめるかというところは、最後といいますか、現業としては検査官の仕事ですので、ここは本当にきつい仕事であり、レベルを上げなければいけないところだと、その頃思ったものであります。

2. 主要課題

(1) バブル損失の処理

自分なりに、主な課題として思いましたのは3つありまして、1つは、日本経済全体としてのバブルの損失の後どうということが起こるか。これはちょうど崩れ始めたところでありまして、その前年から1年間官房にいたこともありまして、一通り考えておりまして、ほんの序曲で相当の年数を要するだろう。特に景気の回復はバブルがあれだけいきましたから、相当長い年数が要る。損失の処理は結局企業収益と、最終的には生ずるであろう財政資金の投入しかない。そこまでに最大の問題は地価が一体我が国において経済メカニズムの中で冷めていくのか、それともバブルが始まる前ぐらいまでに何年かけて戻るのか、そこによってずいぶん長さが違うということを思いました。しかし、正直なところ、当時思っておりましたのは、とても1桁では終わらない、10年を超える、そういうふうにバブル損失の処理、日本経済について思っておりましたものですから、証券会社の経営についてどういう影響が出てくるだろうか。株式の方は地価に比べると落ちるところまで落ちれば、そこそこ回復することはあり得ても、そこまで落ちるかどうかということもあります。

(2) 証券会社生き残り

経済全般が回復してくるまでに、実は私は、220社ぐらいある証券会社の経営は、持ちこたえられるかどうか、よほど個別にみていかないと無理があるのではないかと思います。

ところが証券会社の経営の中身を見ると、ひたすら株の取引ができないことには収益的にみると成り立ち行かないということが圧倒的に多い。そういった状況ですので、証券会社に対しては、会うのは会社の経営者、社長、会長、トップの方々ですから、経済がある程度戻ってくるまでどうやって生きていくか、戻ってきたときに生き残れるかどうかということに対してのシビアな対応を要請していこうと思いましたが、7月の最初のところからそんな形で対応をしてまいりました。

(3) 金融制度改革

金融制度改革の問題は、先ほど申し上げたようなとおりであります。私はどう言います

か、またどうせやらざるを得ないと思っておりました。実は素人ながら遠くで見えてまして、昭和63年ぐらいでしたか制度改革論が出てきて金融制度調査会からいくつかの案が、4案か5案か出てきましたときに、私は、金融制度の改革というのは持株会社しかあり得ない、これは論理必然的に金融取引とか証券取引、保険取引、そういうものの性格を考えると、経営のリスク、取引の問題を考えると、持株会社方式しかないと確信しておりましたものですから、5案か何かが出てきたときは、やはり大したものだと思います。しかし、一番最後にそれがあの形で終わったときには、これは相当の年数を要することになるな、正直なところを言いますと、ここはもうガッカリしておりましたものですから、証券局長になりましたときには、とにかく法律の施行が翌年4月と決まっているということで踊り場だな、またでも必ずそういうことが議論される時期が来る、そんなふうに思っておりました。

大きく申し上げまして、7月に就きましたときには、バブル損失について、証券会社の経営について、金融制度改革についてと言った大きな問題の柱について、自分なりの考え方をもち、実はその流れで対応をしていくことになりました。

3. 8月危機

(1) 7月後半から8月中旬にかけてのマーケット

そうは言いましても、日々のところは実はほとんど市場の動向に目を奪われているような状況でありまして、「8月危機」に入っていくところが最初のところでした。この棒グラフで見ていただくとわかりますけれども、平成4年の出来高は1、2月は2億株ぐらいですけれども、その後3億株ぐらい、それが6、7月と2億株の低いところにきました。8月は3億株となっていますが、実は8月の14、15日までのところは1億から1億2,000万株というようなところで、7月の後半から8月上旬は誠に株式市場、あるいは経済の先行きについて気味の悪い状況でありました。つまり、聞いていますと、どうもみんな下げるのが怖い、だから売るに売れない。しかし、ちょっと売る、そうすると下がる。そういう意味で、今なんかと言っては何ですけれども、みんなが損得に目を輝かせて下げているときは、それは経済の実態から次があり得ると思う。しかし、途方に暮れてというよりは、どちらを向いても損をしちゃいそうだとということで、非常に恐れをなしてというよりは、目線が定まらないという状況がこの「8月危機」を迎えるところでした。

しかし、この時期のポイントもやはり景気はさることながら、金融機関の問題であり、中間決算を控えてではありますけれども、不良債権問題をどうやって処理していくかということがポイントであったと思います。

(2) 8月18日の「今後の金融行政について」

この年の8月18日に寺村銀行局長の下で「今後の金融行政について」が発表されるわけですが、正直なところ、銀行局はどうやっていくつもりなのだろう、官房審議官のところを含めてどうやって対応しようとしているのか。銀行の傷や何か一方でわかりませんから、どうするのだろうと思っておりました。しかし、8月17日の夜か、18日の朝かに、銀行局長から電話をいただいたとき、それからあのペーパーを読んだとき、本当に「さすが」といいますか、見事な認識と方向性だというふうに思いました。そこのところの経緯は、私は銀行局のことですからわかりません。いろいろなものによると8月28日の「総合経済対策」に合わせてのつもりだったのを、前倒しをしたのだということでもありますけれども、今、読み直してみても、私は今日の状況はその延長線にある。あの中での認識は全く他にない、よく書かれたものだと思っておられます。つまり、あのとき初めて、確か「この問題の解決には長い時間がかかる」ということを非常に明瞭に言い切っていたはずであります。それから、「厳しく慎重に」とか何かいろいろな言葉を重ねてありますけれども、その言葉の重ね方を見ると、それを私は、今日の状況を速いか遅いか、どういうテンポで進むかは別にして、日本経済が場合によって進んでいかなければいけないという認識がその中にあったというふうに思いました。

2つのメッセージを感じました。1つは「時間の問題」、もう一つは「程度の問題についての認識」でありました。大蔵省が明快に出した考え方の中では、あれがほとんど唯一のものではないかなという気がいたします。地価の低下がどこで止まるかということが見極められないという状況でどうしたらいいかということをはっきり意識して、1つには金融機関が無駄な体力を使って益出しや何かでそれが市場を悪くする、また、益出しをしなければいけないという悪循環を断ち切ろうということであったと思いますし、年末でしたか「共同買取機構」を作ったと思いますが、あの中で、「不動産担保関連の融資をどのようにして損出しをするか」という方向を出して、かつ、それを具体的に買取機構で持っていたということでありまして、もう一つは、翌年2月になされた「住専ノンバンクの間

題」、これは「個別問題の処理を急ぐように関係者に強く要請する」という形だったと思いますけれども、この中に述べてありました。

(3) 代表者研修（8月27日）

これで、劇的に、後でデータを見るとそうなのですが、18日に発表されて、初日は実は反応がちょっと鈍かったのです。2日目に確かドーンと1,000円ぐらい上昇したということで、よくよく読んでみたり噛み締めてその意味が2日目に受け止められた。それから、それに畳みかけるように経済対策がいろいろ洩れ聞こえてきましたので、8月の末には、みんな一旦、気分的にホッとしたところがあったと思います。8月27日に証券局長は、代表者会議という全国の証券会社の社長の集まりに出て、1年に1回話をするということがありました。8月27日にその会議で話をいたしました。そのときには、皆さん、顔の色が戻ってきていたという状況だったのを思い出します。

この後は、証券局としては、実は企業財務課を中心にしまして、銀行局の抱えている「決算における有価証券の評価の問題」、あるいは「土地の問題」等について対応の仕方、企業会計上の是非について相談にあずかることが多くなりました。

(4) 8月28日の総合経済対策

8月18日のときには何もいたしませんでしたが、8月28日の「総合経済対策」のときには、財政面の景気対策が中心であり、金融がそこに出ましたけれども、証券局では「証券市場の活性化等のための諸施策」というのを盛り込んでございます。いろいろな当時の施策、その後公表になっていったようにものが盛り込まれているところであります。

経済対策は皆さんにお配りしていますが、その中に並んでいるようなところです。

表に出なかったことでありますけれども、当然のことですが、当時私どもは「もし、証券市場、株式市場が色を無くして暴落するようときにはどうしたらいいか」ということを、1つは昭和40年のオリンピック後の株式市場、山一救済のときの問題であるとか、あのときの証券保有組合だとか、共同証券のこととか、その他、大きな会社、山特（山陽特殊鋼）とか、毎日新聞社が第二会社を立ち上げたときとか、どういうことがあり得るのかということを勉強したり、戦後の金融機関再建整備だとか、（金融機関）経理応急措置法

だとか、そんなことを勉強しておまして、幸いなことにそれは年を明けてからもそういう勉強の残り火みたいなものがありましたけれども、そのような事態は発生せず、その後何年か過ぎたわけでございます。

住専の時、今回の長銀とも関係するわけですが、思い出していただけるかと思いますが、平成4年8月に、宮沢総理は軽井沢におられて、そこでのご発言だったと思いますが、「金融機関、住専、ノンバンクへの公的資金によるテコ入れの将来における可能性」にちょっと言及され、新聞報道をされ、アッと言う間に経団連会長をはじめ銀行もだったと思いますが、「とんでもない、そんなところに税金をつぎ込むとは」と言って、以後、およそ論議の外に置かれてしまった。それは何かのとき、住専のときか、あるいはその後だったと思いますが、新聞や雑誌などでも「そういうことがありましたよね」ということが報じられて、それは平成4年8月のことでした。

4. 金融機関と経理問題

(1) 有価証券の期末評価の問題

そこで、次に金融機関の経理問題にまいりますが、常にそうですが、保有有価証券の期末評価の問題があるわけであります。これは銀行は統一経理基準というのですか、低価法を強制されている。そのために値下がりすれば低価法で評価損を計上しなければいけない。しかもそれを埋めるために含み益のあるものを売らなければならない。それがまた市場の圧力になって出てくる。市場にとっても金融機関にとっても二重にマイナスがある。そこで、そのときには、1つには低価法を原価法に変更することができないか。当然のことですが、問題意識があつてご相談がありました。これはいろいろ議論の末、「それは統一経理基準でやっていることですから、何でもとれるところを行政がある考え方で低価法を強制して直すこともできるでしょう。しかし、それは一方で投資家に対して企業会計、あるいは商法から見て、その変更が妥当なものであるということを説得できるか、それだけの合理的な理由があるか。統一経理基準を作っているからにはそれなりの考え方があつてのことなので、それを覆すことができるか」ということが議論になりました。それはとてもできないということになった。それから、せめて取得時期の異なる同一の銘柄をバスケットで評価することができないかというご相談もありました。

例えば、新日鉄株を300円で取得したものもあれば50円で取得したものもある。それを

いわばバスケットで期末の評価をすれば含み益を実現させずに評価損益の中で処理できるではないかということだったと思います。

これもいろいろ議論をいたしまして、いずれの場合も結論的には立法なしでやるのには無理があるだろうという結論でした。

それでは、立法をするか、あるいは立法といったってそれなりの合理的な理由がなければならぬ。いわんや金融機関に限って適用するようなことはとても考えられないのではないか。そんなことで、銀行局が企業財務課、それからもちろん法務省にもいろいろご相談をしていたと思いますけれども、どちらの方法も採れないということになりました。

このときから、特に翌年1月に今度は、3月期決算の話になるのですが、寺村銀行局長は、いろいろな所でお話をなされたのですが、銀行の赤字決算を既に覚悟しておられたと思います。ただ、そのことがマーケットに対して、あるいは経済関係者に対して、ちょっとでもそんなニュアンスが出るとそれだけでドスンと「そんなに悪いのか」ということになる。したがって、最後の最後まで明言はされませんでしたけれども、そのことを覚悟しながらいろいろな手法についてご相談があったというふうに思っております。

(2) 担保土地の処分損失等の問題

土地については、最終的には買取り機構が作られることになりましたけれども、最初のときは確か担保土地を処分したことによって生ずる、実現する損失。あるいは処分しないけれども回収不能債権が明らかなので、それを損失に計上して、その損失を何年間かで繰延べ処理をするということができないかというのも議論になったと思います。これはその昔、私が入省前のことなのでいつのことなのかわかりませんが、対中国輸出をやっていた硫安の関係で、政治問題で巨額の損失が発生したときに、私は後で知ったのですが、税務上はその損を損として認める」という特別措置法などに規定をしまして、繰延べる、そして税金を納めなくていい、ということをやった唯一の例を聞いていたことがあるものですから、技術的なところも含めていろいろとやりましたが、これまた法務省とやれば当然のことですけれども商法上の問題があり、それだけの特別の事由というものを作り得るか、それから何よりも土地がどこで下げ止まりするか、それで損失を見ていいのかどうかかわからないというところもあったと思います。いろいろ銀行局はおやりになって、最後

に買取り機構に至ったのだというふうに思っております。

(3) 銀行保有土地の再評価問題

最後にもう1点。土地の関係では、再評価の問題もちょっと議論したような気がいたします。この2、3月ですか、議員立法で駆け込まれましたけれども、その問題も当時議論いたしました。証券局としては「それはあり得るでしょう」と。しかし水準をどうするかということと、やはり税制上の問題があるから、これはむしろ主税局と主として議論されたのだと思います。最終的には銀行局としての判断があったというふうに思っております。今までのお話が、大体金融機関の経理問題、9月中間決算、及び翌年の3月決算両方、今申し上げたような問題で証券局への相談事項は大体カバーをしているのではないかというふうに思います。

5. 株式市況の推移

(1) 9月中間決算

そこでもう一度株式市況の方に戻りますが、8月後半から9月の頭は、今申し上げたようなことで少し顔色が戻りました。9月を見ていただきますと、出来高も一番大きくなっておりますし、少し高いところにいっておりますが、中間決算が終わりますと、また非常に細ってまいりまして、1万6,000円台を行き来していましたし、出来高もせいぜい3億株というようなところを行っておりました。そうして年が明けまして1月に入りますといろいろな……、これは理事長がいらっしゃるのに大変申し上げにくいところですが、私も1か月から2か月間証券局長をやって、「俺も証券記者ぐらいできそうだな、株式の記者はできそうだな」と思いましたのは、日経の証券新聞がありますが、あの一番裏のページ、これを毎日毎日一生懸命読んでいたわけです。そうでないと何とも感覚がつかめなかったのです。あれを見ていたら大変おもしろくて、「これが心配だぞ」と片方で書きまくる。そしてちょっといいと「いや、実はこういうことがある」と。上がっていくとまた次を書く。つまり、両張りで、新聞の予想というのはそうなのだと思いますけれども、両張りで調子のいいこと、悪いこと、ここは鞭打つところだということになるとしきりとやってくる。それが12月末か1月のところに「2、3月危機説」として非常に強くいろいろ出てまいり

ました。各方面に非常に不安が強まっていったと思います。

(2) 年明け2、3月危機説

内容的に言えば、やはり金融機関の3月決算の問題がありましたし、特金やファントラの解約の問題がいろいろ言われましたし、エクイティものの転換社債だとか、ワラントの次の乗り換えのところが言われましたし、そういったものから本当に危機説が強まってきました。1月中はしたがってずいぶん市場課で各方面ヒアリングをしてもらいました。

1月下旬に入る直前だったと思いますけれども、そのときの市場課が投資家、あるいは仲介者、金融機関、事業法人から聞いた結論としては、少なくとも言われているようなことは心配がない。例えば、特金、ファントラなどは徐々に解けていっているし、エクイティものについて言えば資金手当ては事業会社は既に年内でつけるべきところについているし、ということでありまして、金融機関はそのときに、したがって銀行局長は多分「赤字決算やむなし」というところの腹をくくりながら1月に入っておられました。それがちょっともれると市場に跳ね返る。それを大変苦しんでおられたように思います。しかしそれはその程度でありまして、つまり実態の方と言うよりは、悪いものを出すと市場が反応する。しかし今の市場も同じですけども、このとき、その後そういうことがあったのですが、例えば、日本航空が採用したスチュワーデスを秋まで延ばすとか、あとは、紡績か何かが帰休制度で国元へ帰させてしまう。そういうニュースが流れた日は悪いのですけれども、それぞれの会社の株はその後必ず回復をしてくる。

ですから、今も同じで、実態に手をつけたところは必ず浮かんでくる。しかし、手をつけないでいる間、及び手をつけた最初のときには市場はそれを悪材料にするということであったと思います。

そうしたところから、このときはわりに自信を持って官房にも次官や大臣にも「少なくともあの8月のときのような心配、そういう気分を持っていただくことはありません」ということを強く言い切った覚えがあります。しかし2月中、これで見えていただくように冴えません。3月もそうでした。ところが3月10日だったと思うのですが、株価が月曜日跳ね上がってきました。いくつも理由が言われますが、それこそ関係者間で言われたのは、土曜日に金丸さんが逮捕された。その前の3月8日だったかと思いますが、それがものすごく強い材料になりました。「これで政界のモヤモヤしたものが一掃」ということ

だったのでしょうか、とにかくいろいろなもので言われたのはその点であります。しかし、経済の実態としては、今申し上げたように逆に2、3月危機説で言われていたものは少なくともその時点では乗り越えることができるということと、大きかったと思いますのは、住専の救済策第2次というのでしょうか、再建策が2月26日にまとまったことでした。したがって、1月、2月はやはり住専問題はどうなっていくのだというモヤモヤしていたものが、銀行の3月決算の前にきちっとした形で関係者がそれをやっていくというまとまりを見たというのが、多分金融界あるいは証券界も含めてだと思いますが、一番不安を持っていた点からすればはっきりした形のものではなかったかという気がいたします。それからもちろん、2月4日に公定歩合が3.25%から2.5%に引き下げられたといったものも全体としてのプラスだったと思います。

今もそうですが、当時も株価がいわば経済政策の人質になっている。株価が経済を反映したり、「先行を示している」とかいう点では異論もないわけですし、よく見ていかなければいけないのですけれども、日本経済の最大の証券サイドとの関係で言えば、株価が経済運営の人質にされてきたという四半世紀、これが最大の問題であり、やはり昭和40年代からの持合が進み、とりわけ金融機関による株式の保有が増えたということが今日の大きな問題であります。

このときに銀行局長と話しておりましたのは、「私は銀行は決済機能を持っている以上、絶対株式保有を禁止すべきだ」と。それが特株会社で金融というのはやるべきだという最も強い理由の一つなのですけれども、今日も私は銀行がポートフォリオに上場株式を持つというのは、社会が作る銀行制度としては絶対に避けるべきだと強く思っている次第です。今のような形で、間違いなくそういう方向にゆっくりではありますけれども動きつつある、一気にいくとまたそれは困るわけありますから、時間をかけてそういう方向に進んでいるというのは皆さんそういうことを認識しておられるからだというふうに思います。

6. 日経225先物取引問題

(1) 昭和63年に導入後発展、市況低迷下で諸問題の指摘

次は、「日経225」の先物取引問題ですが、私は今のような経済情勢の他では局長として一番関わったのはこの「日経225」の先物問題でして、これは関係者が大蔵省の先輩である、時の東証理事長が長岡さんでありまして、大証が山内さんでありまして、私はこの

話を聞いたとき、一番最初に「東証は何て馬鹿なことをしたんだ」と言ったのです。なぜそんなことを言ったかといいますと、誰が「日経225」なら225という指数を計算して作るのだと。いろいろ聞いてきましたら、「それは東証で昭和24、5年から始まったのだ」と。

「じゃあ何で『日経225』って名前がついてるんだ」と聞きましたら、昭和40年代の半ばにトピックスを開発するときにダウ・ジョーンズを捨てた。それを日経が拾った。「それを捨てたときは森永理事長です」とか言われた。私は当時、IOSCOで先物と現物市場のいろいろな問題をやっていたりしたものですから、やはり金融というのは、少なくとも、今度のユーロみたいに通貨主権をああいうふうにやっていくときにどうなっていくかという問題があると思いますが、通貨主権をお互いに持って、それを前提に経済、金融をやっている以上は、デリバティブスの市場で商品に乗せるときには、いわばマザーマーケットというのですか、そことの当然調整が必要になってくる。それから、博打場ではないので、マザーマーケットがなかったり、あるいはその責任ある当局が何かのデータを出さない限りは、外で信頼ある商品として取引できるはずがないと。それでそんなものには注文をつけるべきであると、シンガポールだとかシカゴに言いましたら、「そんなものはとっくの昔に日経は契約を結んで、シンガポールはいい加減にやっているわけではない。これだけの契約に基づいてやっているのだし、日経にそんなこと絶対言わないでください。日経は大蔵省や東証が捨てたものを自分たちで育てて、そしてここまで持ってきているのに、今さらそれについて文句を言われる筋合いはない」と。その後、いろいろな折衝の過程では気をつけてしゃべりましたけれども、向こうも「今頃、225先物を見直せとは何だ」というのがいろいろなところで出てまいりました。

なぜ、私がこれに深く係わることになってしまったかといいますと、多分そういうことがあって、着任しましたときに「局長、これはやらなければだめよ」ということを言われました。審議官や課長からも、「自分たちもやるけれども、いろいろなところで出ていってもらわなければいけませんよ」と言われました。

先物は、たまたま平成元年から2年にかけて、大阪で国税局長をやっているときに横で見えておりました「株先50」から移っていくところでしたが、ああいうのを見ていたときに、その以前にも昭和50年代ですけれども、堀 昌雄先生が「日本では証券取引所は一体だけれども、取引所は1つではいけない。しかし、同じにやっていたらどんどん大きな方に集中してくるのは当然だ。せめて大阪の取引所は15分早く始めるとか、そういうふうにして、日本としては全体として成り立たせてはどうか」とか、「違う商品を何か大

証には認めてはどうか」とかそんなことを言っておられるのを伺ったことがあります、
「ああ、なるほど」と。取引所というのは単純に全国に7つか9つかあって、いわば地域の人がやるものかと思いましたが、「取引所というのは競合して競争しながら取引を競ることによって経済にプラスになるのだ」ということを教えられているのかという気がそのときした覚えがあります。それだけに、大証が「株先50」とか先物に進んでいくのを見ていまして、なかなかおもしろいことをやられるものだという気がいたしました。ちょうどバブルに乗ったために、多分うまくあれが取引所の商品として発展していくことになったのだと思います。

(2) 8月28日の経済対策で見直しの方向

ところが先ほど申し上げましたように、これはバブル崩壊後の平成元年から下げ始め3万9,000円から平成2年内には2万3,000円ぐらいいった、あの過程、とりわけ後半のところだったと思いますけれども、先物取引が現物へ影響し過ぎる。「いや、裁定取引です」と言ってみても、「こういうことを許しておくのはおかしい」とか、「先物バスケットで現物取引をして先物と現物との裁定をやすくしている。それもこれも225の構成が簡単過ぎていじり易いからだ」と。そういうことが言われていました。正直申し上げまして、私はその前年を新聞で見えていまして、証券局長ではないときですから、これは東京の大手を含む証券会社の、まずそれはあるでしょうが、大阪に対するえも言われぬエモーションが1つあるなという感じがいたしました。

それから、先ほども申し上げましたように、株は下げるときには何でも理由にいたしますから、自分たちの東証の外、東京の証券会社の外に問題があったことが強かったと思います。それが政治家に持ち込まれたのも、これまた証券のいつもの癖だというふうに思います。政治家があれに乗ったということだと思います。

マスコミはなぜかと思いましたが、これは何より日経であるということが、確かにそう言われてから他社の経済部の人や証券関係の人と話していると、他社は非常にきついというところがあったように思います。

したがって、先物の話は、取引の手法とかルールの問題がありましたけれども、何となく商品性のところがライトを浴びてしまった感じがいたします。公式に「先物のことを検討します」と言ったのが8月28日の総合経済対策の中でのことでありました。

(3) 12月22日「先物取引の在り方について」を取りまとめ発表

結論的には12月22日に検討結果を「先物取引の在り方について」というのでまとめまして記者発表をいたしました。その中身は紙に残っておりますが、主としてルールでありますけれども、その中でも解決をしていないというか、そこがスタートラインになったのが商品性の見直しの点でありまして、これは大証が上場してやっておりますから、当然のことながら大証が関わり、日経新聞が関わり、東証が関わりということでした。これらの関係者との交渉により12月22日の発表を何とかこぎつけるというのがほとんどすべてでありまして、その後半年は、「日経300」ができたのがその後の日高局長になってからのことなのですけれども、6月に代わるまでの間、何べんか日経に「じらさないでください」、「早くまとめてください」というようなことをお願いに行った覚えがあります。12月の段階でまとめるときに、東証にも吞んでいただくときには2つあったと言ってもいいかもしれません。認識として、東証と大証が2つあって世界の中での日本の証券市場の柱としてこれからもいくのだという認識を共通のものとしてしゃべっていただくというのが1つです。それが表立っていろいろなところに出ている点です。

第2点としては、大証が「日経300」に乗り換えていくと、それに対して、うまくいかないときには何か配慮をしてやらなければいけないことはあり得るというぐらいのところまで東証に吞んでいただいたというところでした。東証と大証というのはなかなか難しいところがあるという感じがいたしました。とりわけ職員、東証の場合には現場の人が難しいという感じをそのとき強く持った覚えがあります。ことごとに、大証は「大蔵省は東京にあるから東証ばかり肩を持つ」と言われますし、東証は「大証には大蔵省の人が歴代行っているから、小さいからといって大証の肩ばかり持つ」ということで、そういうところが感覚的にありました。難しい問題でしたが担当の西方審議官、高木市場課長とも2年目ということで、内容を含めてトコトンやってくれたように思います。

7. 制度改革問題

次に、制度改革問題は項目としては立ててありますが、先ほど申し上げたようなことで、例えば、銀行の証券子会社はエクイティものを扱わないとか、信託子会社ができて肝心

の金銭信託や貸付信託は扱わない。こういう大きなところはみんな法律成立までのところで決まっておりました。したがって、ファイヤーウォールをどうするかとか、役員や社員の行き来をどうするかというようなことが中心であったと思います。むしろ、この機会に「三局指導」の廃止であるとか、証券局関係では私募債ルールとか公募債市場における諸規制・諸慣行の緩和廃止であるとか、そういうものを合わせて、銀行局、国金局と話をし、まとめて発表していったというふうに思います。

私は肝心のサブスタンスのところはそういう意味でほとんど何も記憶がないのですが、私が大変記憶があるのは実は「〇〇銀証券」というふうに銀行が作るのは「銀証券」だということで、私は個人的には反対であると。べつに銀行局、証券局の話し合いの中でそれをルールにしろというつもりはない、しかし後世、30年50年経って我が国の証券業務を扱う証券会社の中に〇〇銀証券グループと証券会社グループというのはどう考えても不細工で、多分、結果的にはそれまでもたないで、いろいろなビッグバンの中でいろいろな形の生き方があると思いますけれども、私は「銀証券」というものに非常に引っかかりがありました。そうしたら、その当時、ドイツ銀証券だけが「それはそうしないと日本国内でのアイデンティフィケーションにならないから」、「他との差別ができないからあるのだ」ということでありまして、最後にそれにどうこうと条件をつけることはありませんでしたから、もちろん「銀証券」がたくさんできているわけです。

これまでのところの関係で、先ほどこっちと銀行の株式保有のことを申し上げたので、この1年の間、証券局長をやっている間も、申し訳なかったのですが、私が自分の考え方としては、みんなで決めることですからやむを得ませんが、大変落ちないで、冷やかに、しょうがないから反対はしないと言っておりましたのが「公的資金による株式の取得」です。日本経済にとって、あるいは世界経済にとって最大の問題は、日本の公的資金による株式保有であると思っております。これをどうやっていくのか。これは先ほどのように、銀行のように決済機能とリスクを共存させるという問題ではありません。

郵貯にしましても、簡保にしましても、年金にしましても、今のように国家保証がついていなければ、リスクを背負った貯蓄資金としてリスクをとって運用されます。失敗すれば貯蓄を払い戻せない、保険・年金を支払えないということになりますから、十分に安全性を考えて運用される。同時に、できるだけ有利にということで収益性の高い、それだけリスクもある資産にも運用されるはずで、そもそも保険とか年金のような長期貯蓄であれば、経済活動そのものに投資しておくという意味で株式に対する投資が大きくなるのは

当然です。しかし、現状では二つの側面で問題が大きい。一つは、公的なチャンネルを通じて流れる国家保証ありの貯蓄資金があわせて400兆円にも達し、資本市場、資金市場に流れ込むはずのリスクをとる貯蓄資金を小さくしているということ。いま一つは、自主運用・有利運用だといってリスクをとる運用を強めるに従い、そうした市場における効率的な価格形成が損なわれてきているのではないかとことです。国民経済的にみると、リスクをとらない貯蓄資金があまりに大きくなって適切な資金需給を損なう一方、そうした貯蓄資金がリスク資金市場における効率的な価格形成をゆがめつつあるのではないか、という問題です。端的に言えば、株式市場へ向かう資金が過小、国債等へ向かう資金が過大、そして、株価・債券市場におけるリスク評価の効率低下、価格形成の非効率ないし歪みといったことになってきてはいないか、このままにしておいてはいけないと思います。

本質から外れますけれども、PKOというのは、この年の9月……、探してもらったのですが9月25日の読売新聞なのだそうです。年が明けたときには「PKO、PKO」と言われたものですから、「どうして、誰が言い出したんだ、PKOというのは」ということで、探してもらいましたら、その当時はみんな見たところでは「9月の読売新聞が最初です」ということで、今だったらもっと検索できるのかもしれませんが、ということでした。公的資金による株式の買支えなんていうのは、いま申し上げた通りまったく論外ですが、PKO自体はある意味で市場関係者の願望をあらわすものとして、否定をしないことにしてずっとおりました。

私が説明したのはこういうことです。つまり、PKOというのは実態的に誰かオペレーターしたり、こうしようというものはない。しかし、一番大きな8月のときの市場がそうですけれども、みんないわば「お化け」というか、大きな影に脅えているので、何か支えがあるのではないかと思いたい。そういう救いを求める人々、投資家であったり、関係者であったりが、あらゆるものをとらえてそういうものがある。一方で「だから市場はうまくワークしない」という批判もありますけれども、片方で囁く。そういう影みたいなものではないかと。市場関係者の人たちみんなが、「そういうふうにして市場が壊れないといいな」、「誰かが支えてくれているといいな」といったイメージが、PKOという概念を作っているのではないかとというふうに受け止めることにしまして、それに乗っかっていることにいたしました。

今日に至るも、PKOを求める声のときには実際的ないろいろな手法を求めるところはありますけれども、新聞などで関係者からPKOの活字が非常に増えてくるときというの

は、かなりみんなが心配をしてイメージを作ってほしいということではないかというふうに思います。

8. 基本問題の勉強

8 番目にあります「基本問題の勉強」というのは、今申し上げたようなことで、この年は少なくとも春先まで何か新しく本格的なことに取り組むようなタイミングではなかったこと、市場に追われていたということがありましたが、春先に株式の問題について基本問題の勉強をしようということで、10人ぐらい学者や実務家の方に集まっていただいて基本問題勉強会というのを2か月間ぐらいやりました。これは中では特に施策を提言するようなものではありませんで、我が国の株式市場が今日まで成り立ってきている状況をとらえて、どうしてそうなっているかとか、それにはどういう問題があるかということを議論していただいてまとめたものです。当然のことですけれども、今申し上げたような法人による株式の持ち合いであるとか、企業の株式に対する資本報酬の問題であるとか、ディスクロージャーの問題であるとか、あるいは商法の問題であるとか、証券局自身の問題であるとか、そういったものについてさまざまな、とても提言までは至らない問題意識の整理、投げかけというところで終わっておりますけれどもいたしました。それをやる過程で、実は中で、各課に全く白地で何かをやることができるとしたら、自分たちがやってきたところから、例えば、業務課だったらどういうことをやらねばならないと思うか、市場課ならどう思うか、企業財務課はどういうふうに考えるか。1か月ぐらいの時間を与えて勉強会をいたしました。例えば、業務課は明らかに登録制は要ると、免許制については持つ必要ないと。しかし、限られた範囲内で登録制というのは当然要るだろうとか、今日は話しませんでした。投資信託、これもやや独りよがりと言われるかもしれませんが、証券局長になって一番最初に手をつけたのは投資信託で、投資信託は理の当然として私は「会社型しかあり得ない。他のものはどんなものを作ってみたって、プライベートに今のヘッジファンドみたいな形で、あるいは投資組合みたいな形ではあり得るけれども、不特定多数の人に株式の間接保有としての投資信託を勧める商品として売るならば、会社型以外のものがなぜ成立するかわからない。株が下げに入ったときに何が起こるか、そんなこと誰でもわかることではないか」。それは相当えげつないことを、投資信託会社がやっているのではないか。投信、証券会社のトップの方々とも投信の話もやりました。これは間違いなく証

券会社の飯の種でしかない。これに乗ってくる投資家というものは本当に物事を……、いや、銀行預金よりはいいという考え方もあるかもしれませんが、しかし投資信託は……。会社型を強くいいましたら、これまたそのときに出てきましたのは「もう何べんもやりました会社型は。だめなのは商法の問題があります。税の問題があります」、私はそこで、「税などというのは、絶対に必要になってきたらいろいろなことがあったって進むものだ。だけど、商法の問題というのは、それをちゃんとやらないことには、証券局で法律を作るわけではないから、それは法務省とやって、絶対に必要なのだから進める」と。現実、あのとき投資管理室でやっていて、会社型投信をどうやって持っていくかという勉強を一生懸命やって、そのとき彼らも勉強した春先の勉強会のものは、みんな今回のビッグバンの中で長野局長がどんどん進めてくれたことだというふうに思っております。

投信は、現象としては前年が最初だったので、そのときにお聞きいただいたらいいのですが、平成3年12月だったと思うのですけれども、投資信託の期限がきたものを、そこで返すと元本割れという状況がありました。そこで松野局長のときにそれを延長するという話を証券会社に持ち込まれて「どうするか」というのをいろいろ議論して、証券会社の責任においてお客さんが「それがいい」という選択をする場合には、「さらに落ちることもあり得る」ということを明解に相手に認めさせた上で「延長することはあり得るべし」という裁きがありました。

私のときには12月から1月のときにそういうお話がまたありました。これは去年のこともありますが、「いずれにしても、こんなものは会社の自由だ。なぜ証券局が口を出す話か」と。ところがそんなことを言っていたからでしょうか、1月になりましたら、戦後初の「元本割れ償還」というのがまた新聞に出まして、それが下げの要因だとやられました。そのときには、12月に、実際は前年並みなのですから、私のところで議論をしているときなどは、いずれにしてもこんなものは自分たちの責任でやる話だなどとしておりましたものですから、そんな話が流れたりすることがありました。

9. IOSCO

あと、強く記憶に残っていることは、IOSCOへの出席でありまして、最初が、6月26日に辞令をいただいて7月5日から10日までカナダのケベックでIOSCOのテクニカル・コミッティーというのがあって、年に3回かこのテクニカル・コミッティーがあって、

アメリカならSECの委員長が出てくるし、ロンドンも出てくるし、日本は2月とか3月のところは国会があるので出られないので、それ以外のところは局長はなるべく出ていくようにということでした。何にもわからないでどうかと思いましたけれども、やはり顔を会わせておかないと、もし何かマーケットで起きたりしたときのことがあると思いましたものですから、本当に何もわからないままケベックにまいりました。そのときまでIOSCOという名前も知らないでまいりましたのですけれども、本当に面白い組織だとそのときは思いました。

その後は、1年に1回の総会が10月にロンドンでありました。中身もそれぞれ勉強になっておもしろかったのですが、ロンドンのときは、ホテルで朝起きてびっくりしたのは日本の朝刊が朝飯のところに置いてあるのです、その日の朝刊が。そうしたら朝日新聞のトップだったと思いますが、1面に「貴乃花 宮沢りえと結婚へ」というのがドンと出ていまして、私は「ロンドンで日本の新聞を見ようとは」ということとそのニュースで非常に強く印象に残っております。

アムステルダムで3回目の会議がありました。実は、内示を受けたのがアムステルダムの帰りの空港でした。2月だけ行きませんでした。3回出席をいたしました。当然のことですけれども、これに出席をしているのはSECの委員長、ドイツもそうでしょうか、イギリスなどやや役人的なところがありますけれども、どちらかと言うと取引所の理事長とか、やはりマネージメントと規制と両方やっているところの代表という感じがいたしました。その中でのレギュレーターを強く代表して来ている。ですから、常に取引市場間の競争というものに対しては、それを制限するようなものに対して非常に抵抗がある。明らかにアメリカは、3人ぐらい出てきていたと思いますが、シカゴとSECと商品のところと、それから取引所が2つ出てきておりまして、みんな発言するのに決して同じではないというところから、取引所というのはなかなかおもしろい組織なのだというふうに思いました。

中では、先ほど申し上げましたような先物、デリバティブスについて、国際的にどのように対応していったらいいか、規制当局はどのように対応していったらいいかということに勉強しているところでした。実はチェアマンをやったのは、日本の、確かあのときは森信君だったと思います。その後もですけれども、森信君ともう一人誰かがやっていたけれども、私がびっくりしたのは、若手の補佐があんなテクニカルな会議、しかも向こうは海千山千の商売人みたいなところから規制当局に入ってきているのを相手に、実に

よく対抗している。会合には、私みたいなわからない奴が出て、ああ言ってくれ、こう言ってくれですけども、その合間合間の昼飯を食べながらとかお茶を飲みながら、第三国みたいなところと話をしながら、会議でのサポートを得たり、まとめをしていくというところが大変積極的にかつ力強くやっている。どうしてもIMFとか世銀とかOECDの会議とか、そういうところでのみんなの活動、活躍ぶりしか知らなかったものですから、あのときは、BISもありましたけれども、IOSCOのようなところでこういうことをやっているのかとびっくりした次第です。

今、IAS（国際会計基準）が実現寸前まで来ましたが、当時は、国際会計基準についてはIOSCOが受け止めはじめていたところでした。前年の確か暮れに、国際公認会計士協会にだけ任せておくのではなくて、IOSCOもこれに、一枚噛んで聞いてやろう。それでいいものだったら対応する、それぐらいのスタンスで「まず聞いてやろう」ということになりました。そこで、IOSCOの中に委員会を作って、向こうから出てくる項目ごとに、次々に出てくるものを審査するというか、意見を言い合うところで、そのときにおもしろいというか、「なるほど、こういうことをやっているのか」と思いましたけれども、例えば、土地も時価評価の方向でしたけれども、「土地も時価評価でやっているのですよ」と、イギリスとかオーストラリアとかどこかか言っていました。「それは一体なんだね」ということを聞いた覚えがあります。ただし、その頃はこういう状況でした。各国が各項目ごとに自国の状況を背景にして、「いや、それではだめだ」とか言い合う、自分の国のところを紹介し合う、レギュレーターレベルで言い合うという状況でした。したがって、まだ強い熱が入っているものではありませんでした。なぜそういう状況だったかと言いますと、SECが明らかにこの問題に対して、私が出ている会合の間でも、とてもまだ向いていませんでした。向いていなかったのはよく言われますように、SEC基準の方が基準もそうだし、はるかにきついディスクロージャーを求めている。そこへIASなどやられたら、どうしてもマーケットがヨーロッパの方のだらしない方に起債市場などが流れてしまうのではないかというところで、アメリカがまだ腹をくくっていないという状況でした。その後、翌年、あるいはその翌々年ぐらいだったと思いますが、SECが態度を変えてきたのは、それよりまだ1年か2年後のことだと思います。

ただ、証券局としては、当然、SEC基準にしてもIAS基準にしても日本はそこへ向かわざるを得ない、ただ、非常に技術的なところでやっているのと、会計士協会からは亡くなった白鳥さんが一生懸命やっておられましたけれども、会計士の中でも非常に特定の

人がやっているのです、どうやってこれを広げていったらいいか。最後のところはやはり政府・企業会計審議会、証券局のところでやらなければいけないので、どうやったらいいかというところで、確か1月になって企業会計審議会の中に、何という名前だったか、正式の組織だったと思いますけれども、懇談会みたいなものを作りまして、「これをフォローしていくということをやりましょう」。そこで、会計士だけではなくて、企業サイドの企業会計の人たちにも中へ入ってもらって、国際会計士協会とIOSCOの動きを紹介しながら広げていこうということで、確かそういうものも1月に松谷企業財務課長だったと思いましたけれども、それをスタートさせたところだったと思います。これもまた今日のいわば、「入る」手前のところでした。

主要なところは今申し上げたようなところですよ。個別には、例えば、NTTの株価の問題とか、7、8月には確か50万円ぐらいまで落ちまして、年を明けてこれまた1月に、一番悪い2、3月危機説のときにピーター・タスカが「買いた」と言ったらグググッと上がり始めまして、それと前後して武藤嘉文政調会長が「NTT株は何とかする」ということでダーッと上がりまして、3月か4月にはもう100万円を超えていくというふうで、NTT株などを見ていると非常に危なっかしいというふうに思いました。

あのときは、JR、JT株の上場の問題がその年もありました。しかし、NTT株の追加売却の問題ももちろんありました。JR、JTは8月の総合経済対策のときに、「年度内にはどうせやれっこない」というので、早々と「見送りだ」というのを8月に決めました。ところが、新年度になりまして、今度は東証での審査というのですか、上場の予備審査というものに結構月数がかかるというので、5月になってJR東日本が予備審査というのに入る。今申し上げたようにちょうど市場がよくなってきたということもありますし、準備のためということで入りました。それでその年秋になったと思います。JTの方も確か6月に、理財局の国有財産の売却の審議会でどういうふうに引受け会社を求めるかと、そんなことの審議をやってもらっていたような気がいたします。

10. その他・質疑応答

(1) 手数料の自由化

次に「手数料の自由化問題」でありまして、これまた全部、私は決めていただいたのをただ見ていたみたいなので、前年の証取審で手数料自由化の問題に踏み込んで、どうい

ふうにするかというのを1年かけて勉強するということになりまして、夏から証取審の下の勉強会をスタートさせまして、ぎりぎり3月に、すべった、転んだをやって、これもまた大体気分としては最初から10億円だったのです。しかし、「なぜ10億円なのか」というのをいろいろと、「海外はどういう影響があったか」とか、それから1億円、5億円、10億円のところの取引というのがどんな形で行われて、自由化したらどういう影響をするかというのをやった末、3月の末に出して、そして、翌年の4月から自由化に踏み切り、その後のことはまたその後検討しようということになって、そのまま今日にきているということ？

〔山 口〕 今は5,000万円だよ。

〔小 川〕 今はもう5,000万円まで下がってきているのですか。じゃあ、金利自由化と同じようにグウッとその後進んだわけですか。

〔山 口〕 一挙に今年の4月だったか……。

〔小 川〕 じゃあ、一気に10億から？

〔山 口〕 ビッグバンの。

〔小 川〕 ビッグバンの中でいったわけですか。なるほど、それが公式のというか証取審の扱いの話でした。

(2) 証券会社の不祥事

証券会社の不祥事の問題はあまりに行政面でたくさんあり過ぎて、全部公式に記録が残っていますけれども、4社はみんな何かで処分したような気がいたします。野村と山一は海外から持ち込んだ証券の国内における販売が不適切であった、投資信託なのですから。

私が大蔵省に入りまして、証券会社の店舗に行きましたのはたった1回です。実は証券局長をやっていますときに、金丸事件が起き、銀行・証券窓口での本人確認が問題になりました。そこで、マネ・ロンの本人確認を「一度チェックをしてみる」と言ってある証券会社に行き、MMFをしたわけです。それについて、カウンターの女性が本当に本人確認を求め、私は、住所・氏名を書きました。それで私は「今日は何もないのだけれども、何持ってくればいいのか」と言ったら、「免許証はありますか」と言うので「持っていない」、「保険証はありますか」、「保険証もない」。私はもちろん当然大蔵省の身分証

明書は出さないつもりで行きましたので、「わかった。明日持ってくるから買い付けておいてよ」と言いましたら、「確認してからでないとな社は買い付けません」と言うわけです。私は「ほらほら、そこのところ、奥の支店長室にお客さん入っていったよ、ああいう人たちには悠々なんでしょう」と言ったわけです。そうしたら「とんでもございません。私どもはこういう指示が与えられ、これでやっております」と言うわけです。私は翌日、当然のことながら免許証を持って行ったわけです。ですから、今日に至るまで、その会社のその支店は私を認識しないままで免許証でやってあるのです。そのときには正直なところ、ちょっとえげつないことまで言ったのに対応が非常にビシッとしていたものですから、全部とは申しませんが、やるところは、あるいはやる人はちゃんとやっているんだなということをちょっとホッとしてというか、自信を持ってやり合うことができるようになったことを覚えております。

1時間と申し上げたのですけれども、お聞きいただきましてありがとうございました。またいろいろございましたらお話ししたいと思います。

(3) いわゆる“PKO”問題と先物等

〔 福 田 〕 いろいろありがとうございました。

お聞きしていて、私の記憶が違ったかと思ったのはPKOのくだりで、当時の証券局は、これはあえて否定されなかったというお話でしたけれども、いろいろ景気対策などで党の圧力が来ましたね「PKOをやれ」という。ああいうときには「そんなことはできない」ということは言いました。

〔 小 川 〕 もちろんです。私が「否定しなかった」という意味は、新聞記者などが話をすると、否定しないというのは「そういうイメージを皆さんがPKOと呼んでいるのではないですか。我々は株価を直接に何かしようなどとは全くありません」。

〔 山 口 〕 実際問題として、証券局の指令が走ったということはないだろう。

〔 小 川 〕 全くございません。ただし、常に使われていたのはこういうことです。私は、市場課には「どういう売買か市場には毎日でも聞いていてくれ、」。なぜかという市場に参加していないのに市場のことをしゃべらなければいけない。ですから、投資家だとか、その売買をしている人、証券会社から。そうするとそれは全部流れるのです。

〔 福 田 〕 ヒアリングですね。

〔小川〕 そうです。ヒアリングをやっているのは、売りを抑えているとか、PKOであるとか、それはみんな書かれていました。

〔福田〕 事実、そういう側面というか、効果はあったのではないですか。外にいてわからなかったのですけれども。

〔山口〕 現に、この8月の中にもあるんだよね、対策の中にも。

〔小川〕 公的資金ですか。

〔山口〕 公的資金。

〔小川〕 公的資金はもう予算で組んでおりましたから。むしろ予算編成のときには若干、だから「私はもうこれ以上は聞かない」と。

〔山口〕 だから、機関投資家として、それが何に投資するかはそれぞれの判断でやっていますということでしょう。しかし、株価操作のために証券局が指令してやっているわけではありませんと。

〔小川〕 そこは、翌年の運用の中で理財局が各省とやる中で、入ってきますね。私はそれには「もう聞きたくない」と。先ほど申し上げたような考えを持っていたものですから。

〔山口〕 それから、株は何パーセントとか、何かあったよね。

〔小川〕 ありました。あれは緩めたりとか、何かしたはずです。

〔福田〕 何となく我々も気恥ずかしかったのは、うちの金融界の先輩までもが「PKOのお蔭で何とかなっています」などとおっしゃると、「そんなことやっていません」とも言えない。

〔山口〕 機関投資家として、適当な値段だと思ったら買うということはあるわけでしょう。

〔福田〕 露骨に、あの頃、日高さんが総務審議官ですから、宮沢さんあたりという意見交換などをして、実際、かなりモラリゼーションはやっていたのかという気もしないでもないのですけれども。

〔北村〕 当時は議員の方が直接いろいろ話しかけたという話をチラチラ聞きました。

〔福田〕 私は、実態はいまだにわからない。

〔山口〕 大蔵省がやっていることはないだろう。

〔北村〕 ええ、それは最後まで答えなかったと思います。

〔小川〕 そうではありません。あれは大蔵省からやることはない。予算という枠では、運用がくればそれを認める。それもいかなる意味においてもないと思います。

〔山口〕 いつ何の銘柄を買うかなどというのは指示していないと思うね。

〔小川〕 出るとか早くやれとか、それは全くないと思います。

〔福田〕 そのときの事件が発端で、その後、結局、PKOがずっと政府の1つのツールだというふうにイメージとして定着してしまいましたね。

〔山口〕 一時、それは盛んに言われたけれども、今はわりあい、あるいは、それは機関投資家だから買うべきときは買っているという話に近くなっているのではないか。

〔福田〕 なるほど……。

〔山口〕 だから、例えば、1万4,000円そこそこになると買いが入るというのもあり得るのですね。

〔小川〕 こういうのが来なかったら、年金だとか何かの運用者が助からないです。今こそチャンスが出てきているので……。

〔山口〕 安いときに買えばいいわけだからね。

〔小川〕 1万9,000円のときにも運用しなければならないのが気の毒なので、今はもう、自分の計算でやっていけば間違いないですよ。

〔福田〕 今は、証券局長としては、この「日経225」というのは見直しをされた時期にあたられているのですけれども、当初の目標はあまり達成できなかった商品であるというご評価になるのですか、証券局としては。

〔小川〕 今も225なのですが、その後に無理してというか、作った300の方が……、将来はわかりませんよ、いつの日か。だけど、今も依然として225の方が商品としておもしろいのです。結局、ヘッジ、ヘッジと言うけれども、ヘッジだけではこんなもの成立しないのであって、やはり儲けようと思うからこそ、債券市場だってデリバティブスだって成立するわけでしょう。そういう意味からすると、どうも皆さんのお話を聞いていると225の方がはるかにおもしろい。でも、300はどうなったのでしょうか、金融機関の株がこんなになってくると……

〔山口〕 本当に縮まりっぱなしだと思います。あれは94年に作ったのか、95年に作ったのか……。

〔小川〕 94年です。

〔山口〕 それで9月に相当解約というか、売ってしまうのです、引き出してしま

うわけ、これで図体が小さくなって。

〔小 川〕 ご祝儀で最初は取引があって……。

〔山 口〕 だから、利が乗ったものだから引き出してしまうわけ、証券会社が。それで小さくなって、もともとそう大きくはなかったけれども、さらに小さくなって。

〔小 川〕 それは投資信託の方ですか。

〔山 口〕 投資信託。

〔小 川〕 先物商品そのものは。

〔山 口〕 先物商品は今でも値が立っているけれども。

〔小 川〕 225の方がはるかに……。

〔山 口〕 はるかにウエイトは高い。それは多分商品性にあるので、単純平均なものですから、例えば、最低のためのバスケットを組むときに1億か2億で組めるのじゃないかな。今だったら2億かからないと思いますね、今の株価だったら。ところが、例えば、TOPIXなんていうのは正直に全部組んだら大変ですよ、何十億とかかってしまう。

〔小 川〕 そうですね、単純平均でやったんですから。

あのときの議論はこういうことだったのです。「日経225」というのは225種を単純平均しているでしょう。だから、今おっしゃったように簡単に現物でバスケットを組んで、そして現物と先物をいろいろ動かせる。それはだけど、市場は大値かさのものもあれば大きなものもあり小さなものもある。だから、それを反映するような指数にすべきである。

ところが、当時は圧倒的に、4割近くですか、時価総額の30何パーセントは金融機関、銀行株なもので、日経にしてみれば、加重平均で作ったりしたら全然取引されないものが300の中に大きなウエイトを占めてしまうから、おっしゃるような意味での時価などからくる加重平均で作ったら全く商品にならない。そういう時価総額から来るのが1つ。

もう一つは、いくら値かさ株でもあまり動かない株があるのではないかと、取引されない。小さくても頻繁に……、そうすると、取引額を反映しないと、先物を商品化するときにはだめではないか。それは日経が「だから、あなた方が考えるほど簡単なことではないのです。どういうものをどういうウエイトで入れたらいいかというのは、大変なことなのです」というようなことを言われた覚えがありますけれども。でも、あの頃作ったものと、多分、銀行株などのウエイトは、ずいぶん時価総額などでも変わっておりますし。

〔山 口〕 やはりTOPIXの銀行株のウエイトと225とはだいぶ違うのですよ。

〔小 川〕 そうですね、225は全然違いますね。

〔山 口〕 あれ、もっと昔の話かもしれないけれども、先物が始まって、外証はそういうものの裁定取引とか上手にやったけれども、国内勢はまだ習熟していなくて、結局、1つは外証にしてやられたというのがあったわけでしょう。それで、どうも225でやられたという気持ちがあったのだと思うのです。

もう一つは、SIMEX。今度は規制しようとする、例えば、大阪がSIMEXに抜けてしまうんだよね。SIMEXはもう勝手市場に近いから規制はほとんどないわけです、少なくともその頃は。

〔小 川〕 今は、あの頃よりさらにSIMEX、5：5に近く、6：4、4割ぐらい見えていますとSIMEXに。

〔山 口〕 そんなでもないと思います。

〔小 川〕 そうですか。相当……。

〔山 口〕 今は全体に先物が少なくなっていますから。昔は買い残で膨らんでいったわけですが、今は売り残というのが相当多いから。というのは、逆乖離ですから、先物は安い。だから、SIMEXとの関係をどう調整するかというのもその頃からの問題だったと思いますよ、多分。

〔小 川〕 それは全くおっしゃるとおりで、それはもっぱら佐藤光夫さんにやっていただいて、東証で。

〔山 口〕 副理事長でね。

〔小 川〕 え、ですから外は。証券局はあの頃、とにかく東南アジアの主要なところへ、何かの出張のついででも、補佐などでも、1日でもいいから顔を出すようにというのを一生懸命やっていたけれども、SIMEXそのものとは……。

〔山 口〕 やらないね。取引所だからね。

〔小 川〕 やってくださっていました。あとはIOSCOなどでの先ほど申し上げたような規制、あるいは相互にやっていかなければという……。

〔山 口〕 「連絡をしろ」とかね。

〔小 川〕 はい。

(4) 制度改革問題の思い出

〔北 村〕 当時の質問の件でございますが、先ほど銀証分離をいよいよ法律を実行

をしなければいけないということで、その前の年からいろいろ事務方が動いたわけですが、そのときには、銀行局は銀行だけを相手にし、証券局は証券会社だけを相手にするという分担をきちんと敷いてその境を飛び越えないということで、あそこを徹底したのである意味ではきちんと予定どおりにできたのだらうと思うのですが、当時のファイアーウォールというかチャイナウォールを議論するときに、銀行局サイドでは逆に銀行を説得するのにおおわらわだったのですけれども、当時の業界の仕切りの問題に対する証券業界の反応というのはどんなふうな雰囲気だったのでしょうか。

〔小川〕 この問題はそう議論した覚えはないのだけれども、要するに「やられてしまった」と、制度改革で、基本的には。そんな今日のビッグバンに至るまでの、要するに世界の金融市場とかをにらみながら、日本の証券会社はどうなっていかなければいけないとか、そんな視野のある人は極めて限られているわけです。だから、どう考えたって制度改革では銀行は証券会社をもらに作ってくる。しかし、証券会社は他にやれるものはない、そういうところだったと思います。何と言ったって、株式の手数料収入のところでほとんどの証券会社が食べているわけだから、自分たちが何かに出ていって新しい商益をつかめるような力を持っていればどんどん出ていくでしょうが、だからあそこだけ法律でも守ってもらい、エクイティものは入って来ないようにと。

〔山口〕 エクイティものは先延ばしということにしたわけだけれども、しかし社債の引受けにしても銀行はみんなお得意さんを持っているから「俺のところに引っ張るだろう」ということを心配したのではないですか、そうでしょう、多分。

〔小川〕 それは結局、上のところはですね。まさに、社債が商売にできていたところはそういうことですね。

〔山口〕 多分そうでしょうね。それから、ファイアーウォールというのは確かに作ったけれども、うまく機能しないのではないかと思ったのではないか、多分、証券会社は。

〔小川〕 それは機能するはずないし、やはり先ほどの持株会社に戻りますけれども、出向スタイルでこんな業務をやるのは私はおかしいと思って、そこのところは相当きつくいろいろなことを言いました。その代わり、例えば、今度やり出したのでしょうか、「投信を銀行で売らせろ、投信などは郵便局でもいいではないか」、一番窓口があるのは2万2,000の郵便局ではないか。証券会社の支店というのは3,000ぐらいしかないわけです。田舎に行ったらないのだから、野村の岡山支店と山奥の郵便局で、郵便局に行ったら、ここ

に行けば、そこでキーをたたけば狸村証券岡山支店につながって、「新日鉄いくら」とやれるようにしたらいいではないか、片方では。

それから、投資信託は銀行の窓口で、銀行に売らせてもいいし、そうでなかったら少なくとも借りたらいいではないか。しかし、全然、全く乗ってはいけなかったですね。

〔 山 口 〕 今は全くそういうふうになったのですよ。

〔 小 川 〕 それからMMFと今度スウィングというのがあって、そうしたら「それはやったのです」と。それで、滋賀銀行かどこかとアメリカから入ってきた証券会社が昭和62年にやって、それで干されてしまって、「そんな馬鹿なことはあるか」と。だけど「それはできません、やったのですけれどもできません」というところまででしたね。

ですから、ビッグバンというような……。だけど、それはやはりバブル崩壊とかこういうものなしでは、あの頃と同じ代理戦争でしかなかったと思いますね。べつに大蔵省でやっていたみんなが代理戦争が好きだったのではなくて、やはり経済の動きというものがそこまで残念ながら至らなかったのではないですか。

〔 山 口 〕 だから、あの頃より前から、私がまだ現役の頃だから「局あって省なし」といって、それは主として証券局と銀行局の話なのです。だけど、確かにそれぞれ代弁するわけだけでも、人が替わればやはり同じく交流はありますから、銀行局に行けば銀行を代弁せざるを得ない、証券局に行けば証券会社を代弁せざるを得ない。もっとひどいのは銀行課の中だよな。課長補佐ごとに代弁していて戦っているのだから。

〔 小 川 〕 本当ですね。あんな垣根なんてね。

〔 福 田 〕 今の投信の販売はこういうことですね。当時の証券界はもっと積極的に、要するに窓販というのは次善なのです。ですから、まだ守れると思っている間は絶対他の業界には売らせたくないわけです。それでもだめになってきたから、せめて売るところまではということでしょう？

〔 小 川 〕 それを証券界の人にいつも言っていたのは、「あなた、飯を食おうと思ったら、売れることが大事ではないか、誰かというよりは。それをなぜ、売ってもいいよという奴をストップさせて、売ってくれると言ったら売ったらいいじゃないか。自分たちは売りもしないで、証券会社は本当に手数料稼ぎしかやらないのだから」と。

〔 山 口 〕 投信の会社型でないもの、従来型のものは、結局手数料なのです。

〔 小 川 〕 めちゃくちゃですね。

〔 山 口 〕 仲介手数料だけなので、どんどん解約されてしまうわけ。利が乗ってく

ると。今でもそうですけれども。

〔小川〕 原理的にそうなのです。証券会社というのはやはりローカル業務が中心だと思っていけば絶対に……。不動産業者と証券会社が私は同じだと思うのは同じものを売買するなら値段は高い方がいいに決まっているわけです。料率主義でやっていたから、それでそれはどこまで動くか。だから、簡単にいつだってそういう方に業者は行ってしまうのであって。だからあのときに、投信でわずかにやってもらったのは解約のときに何か、確か1年目に解約すると留保金とかいうのがあって、投資信託というのはみんなからお金を集めて運用していく。そうすると留保金という制度があって、それを1年目に解約した人には、例えば100円の留保金を残させる、2年目の人は80円、3年目の人は60円という具合で、例えば、5年もの場合最後まで持っているとはゼロだ。留保金というのは多分流動性か何かに応えるためだったのだと思いますけれども、せいぜいそんなことでしたね。解約するものに若干なりとも何か不利になるように。残るものが不利で、先に出るものが有利。証券会社もそれでいいというので、その程度でしたね。

〔北村〕 それから銀行局の場合は、当時、金融機関をつぶすということにはかなり慎重な考え方。基本的にみんなそういう感じだったのですが、証券会社については当時は、あるいはその前後は、問題証券会社の倒産について基本的にどういうふうな考え方だったのでしょうか。

〔小川〕 私はいつの日か証券会社は倒産するだろうと思っていました。倒産したらしょうがないと。だって、証券会社のBSを見ると、これはもう倒産するときは倒産する。だけど、その当時はこう思ったわけです。BSを見ると山ほど蓄えていたわけです。バブルの時代はどの会社でも。これはいつまで保つか。当時は証券会社の社員は15万人でした。それで、1つは、公の場では私はそういうことはみんな言いませんでした、抽象的にしか言いませんでしたけれども、日本経済と株式市場の関係は、当時のままの普通の資本調達からいけば、私は時価総額で言えば日本経済にとっては年間300兆円ぐらいがいいところだろう、生み出す収益から見て。それから、どうもこの売買回転率を見ていると、日本の投資家はいろいろなものがあってもせいぜい3〜4割までいかない。だからせいぜい100兆円だ。1日3,000億円がいいところだ。悪いときなどは2,000億円でも食えるようにしておかなかったら、もう証券会社は成立しないと、むしろ中小の人などには。大手の人と飯を食ったりするときには、「日本経済のバランスからいって3,000億円なんていいところだ。資本構造などが変わればだけれども、私は戦後40年ぐらいのものをずっと眺めて

みて、それしかないと思うので」というような話をしていましたけれども。

前の証券会社の社員の数からいうと、株の売買で食えるのはおそらく1桁の真ん中ぐらい、今10万近くまできているそうですけれども、それは極めてマクロ的に眺めてみればそうしかなりっこない。したがって、株の取引以外の、銀行だって同じだと思いますけれども、BSではないもので飯を食う、さまざまなサービスで。それはどうやってやっていくのかと。そうすると、中小、零細証券会社はとても無理だ。山一とか三洋とか出てきましたけれども、今だってそうですけれども、私は彼らはそういう冷徹な、私は銀行よりはるかに証券会社は単純なBSだと思いますから、自分の経営がどれくらいで成り立たなくなるかわかると思います。だから、5年間も風が吹いてこなくなったら、それはお手上げ。ただし、あのときにたった1つ業務課に注意を頼んだのは、「今はまだ倒産されては困る」。その後、3月、4月とずっと回復してきましたから、そこそこ食えるようになったはずだと思いますけれども、その後また弱いから、さらに悪くなるということがあると思いますけれども、むしろノンバンクなどを抱えている、関与しているところがあるというので、そういうものを一生懸命見てもらっていましたね。オンバラでない部分でどういうリスクがあるか。

そういう意味では、自分ではどうかなと思いましたがけれども、私は、山一と他にも強く言ったことがあります。ただし、正直、それは信用システムの問題ではないものですから、経営の問題なものですから、戦前ならいざ知らず、我々が言うことだろうかと本当に思いました。一部上場企業で何千人の従業員を抱えているところに向かって「あなた、素人が考えたってこうではないか」というような話をするのは本当にどうかと思いましたがけれども、やはり頼りなげな感じはしましたね。

〔山 口〕 やはり、その頃はかなり内部留保というか、証券会社も厚かったですか。

〔小 川〕 少なくとも……。

〔山 口〕 銀行がそうだと言うのです。寺村がビッグバンでやるようなことをずいぶん言うのだけれども、銀行サイドは聞かなかったと言うのです、その時代。それは結局体力があったからだと言うのです。

〔小 川〕 それは……。

〔福 田〕 それは、主として当時は含み益ですけれども。

〔北 村〕 先ほどお話が出た赤字決算を覚悟というのは確かに覚悟していたのですが、しかしお話のとおり、それが表に出たらというふうなことで、最後の最後まで

それは口には出さない。しかし、その前に……。

〔山 口〕 益出しするんだらう。

〔北 村〕 それから、「配当を減配にしたらどうか」という話は積極的に6行には言いかけたのです。しかし、それすら、今、福田所長が言ったように、「まだ含みのあるような段階で、まずいきなり株主に負担をかけるのはいかがか。自分たちがまずある程度汗をかかなければ株主を説得できない」という論理で、まだ通用していたような時代だったと思います。

〔山 口〕 その程度の体力があったわけでしょう。

〔小 川〕 その体力たるや問題で、証券会社の方の体力というのは含みではありませんから。つまり、要するに銀行ほど大きな負債を抱えているわけではない、資産サイドも貸出しを持っているわけではありませんから、ですから、あの当時の自己資本比率が悪いところで200をちょっと切るぐらい。それから、証券会社の自己資本比率というのは本当に本当にどこまでいるのかというところがあると思いますけれども、300~400というところでしたし、要するに人件費と物件費をどこまで払えるか。ちょっとよくなるとそんなものの3年分、5年分は入ってきてしまいますから。そういう意味では耐えられると彼らは思っていたのだと思いますし、私どもはそれはやはりバブル時代の昭和50年代後半から60年代前半のあの状況とは違うのだと言ってみてもどこまで応えられたか。

だから、むしろ、今になってみると、私は中小ないし零細の証券会社は生き延びることができるところがあるだろうと思います。つまり、どれぐらいの規模になっても、ブローカーレッジは非常に小さくても「こういうサービスで」とか、そういう備えをしているところがあり得るのではないのでしょうか、どうでしょうか。

〔山 口〕 ないね。

〔小 川〕 ないですか。

〔福 田〕 ないですか……、しかしやはり、総合証券の下の方が一番先に来ましたね。

〔小 川〕 それはそうですね。例えば、 証券など、「何でお宅が総合証券なのか、誰が総合証券という認可を出したの」と私は局内で言っていたわけです。「30社も総合証券があるのはおかしい、そんなことはあり得ないではないか。そんなリスクを負ってアンダーライティングをやったりする力が」。それで、 にだって、「何であなたはそんな、返しなさい、こんなものは。そんな実態のない免許を持っていて」と言うと、「い

やいや、ここに並んでないといけない」とか。

〔山 口〕 ああいう先物に特化しているようなところは、そこそこやっているのですよ。

〔小 川〕 そこでやればいいわけです。

〔山 口〕 そこそこやっているわけです。なんで免許がいるのか知らんけれどもね。

〔小 川〕 それと、損失補てんの後だったものですから、ずいぶん……。

やはり証券会社の人たちは、いろいろ考えましたら、銀行もそうかもしれませんけれども、非常に危険な仕事ですね。私がいろいろなところで見ると業務、業として働くときに最も危険な仕事だと思いましたね、外交でやらなければいけないというのは。だから、企業を相手に資金調達のところで彼らが何をやっているか。企業サイドが何を要求しているかというところと、投資家が何を要求し、どういうふうに対応しているかというところは。

それでよく郵政監察官とか、特に国税監察の話をして、これは私はみんな社長に話したことです、4社の社長に「こういうことがあるので、消防署だって自衛官だって、一番危ないところに出ているとき、『いざというときには後ろからお前助けてやる』と。あるいはラスベガスだって、ルーレットを回す奴がインチキをやったら上から撃つぞ。そうやって危険な仕事というのは防いでやっているのだ。こんな危ない仕事をやらせているのに、会社が自分たちも刺されるからといって放ったらかしておくというのはおかしい」と、ずいぶん過激な話をしました。非常にそういうところがあると思いますね。

何とかしてやらないとやばい。銀行の方がまだ残りますから、セットでやらないとあそこまでやばいことはできないでしょうけれども、証券会社は……。

〔山 口〕 最近は少しは自覚症状が出てきている面がありますけれども。だけどやはり、基本的にはそうだよ。

〔小 川〕 趣旨に合ったのかどうかわかりません。お聞きいただきましてありがとうございます。

〔山 口〕 非常に密度の濃い話をさせていただいてありがとうございました。

〔北 村〕 「今後の金融行政について」を小川元次官がこんなに高く評価していただけなんてびっくりしました。

〔山 口〕 確かに読むといいことが書いてあるよ。今に通じることが書いてあるよ。

〔小 川〕 いろいろ言われますが、大蔵省があの時あそこまでのものをある意味で考えていた。

〔 北 村 〕 これは集団体制で夜中の2時3時まで、お盆の最中も全部休まずに約1か月かかりました。

〔 山 口 〕 その時には、えらいことが書いてあるとは思わなかったが、今読んでみると……。

〔 福 田 〕 あれが出た時に興銀がやられたと言ったとか。

〔 小 川 〕 寺村さんがああいう方で、あまりしゃべられないのでどうしているのだろうと思っていたところ、まあ、あの方ですからと思っていた時にポーんと打出した。

〔 福 田 〕 寺村さんの部下ですから大変でしたよ。その何十倍の仕事がありました。昔からのことを調べたり。

〔 小 川 〕 そうでしょう。そうでなければああいうわけにいかない。

〔 福 田 〕 あれが最後のプロダクトでした。

〔 山 口 〕 あの時の大臣は誰だった。

〔 北 村 〕 羽田さんで、総理は宮澤さんでした。

羽田さんが非常に真面目な方で、あの発表のときは記者発表の前に2～3時間ご自分でずっと勉強していきまして、私どもは周りで待っている、そんなふうな雰囲気でしたね。

〔 福 田 〕 今見るとよく書いてあるのですけれども、実行が伴っていなかったのです、簡単に言えば。よくできているのですけれども。

〔 山 口 〕 よくできている。

〔 小 川 〕 実行って言ったって、メッセージをやはり経営者とかみんなが受け止めてくれないと無理なところはあるわけだよね。

〔 福 田 〕 そうです、そうです。

だから、「無理な決算はやめろ」と書いてあるのだけれども、それをやってくれない。

〔 小 川 〕 受け止めないところがね。

〔 山 口 〕 でも、今日になると、かなり「あ、なるほどな」という感じがわかってくるよね。

〔 福 田 〕 そうですね。

〔 小 川 〕 だから、あまりびっくりしないわけですよ。今日は、あの中にあれを最初に見て私は感覚があったものですから、「何年かかるかな」というところと「どこまでどういうふうに行くかな」と。たった一つさらに進んだのが、地価が本当に収益還元に向かって、日本経済として再生をそこからやらなければいけないところがあるということが、

あの頃はまだ全然見えていなかったと思います。

〔 山 口 〕 あの時にも地価対策をやったのだけれども、全然動かなかったよ。それは公共事業の用地の先行取得ということだけれども、ほとんど全く動かない。

〔 北 村 〕 確か8月末の総合対策で一部にぶち込んだんですね。

〔 山 口 〕 ぶち込んだるよ、それは。

〔 北 村 〕 それか結局はなかなか……。

〔 小 川 〕 時間を要するんだ、経済というのは。関係者みんな……。

本当にどうも長時間ありがとうございました。

—以 上—

1. 経済状況

2. 主要課題

- * バブル損失の処理
- * 金融制度改革
- * 証券会社生き残り

3. 八月危機

- * 7月後半から8月中旬にかけてのマーケット
- * 8月18日の「今後の金融行政について」
- * 8月28日の総合経済対策

4. 金融機関と経理問題

- * 有価証券の期末評価の問題
- * 担保土地の処分損失等の問題
- * 銀行保有土地の再評価問題。

5. 代表者研修（8月27日）

6. 株式市況の推移

- * 9月中間決算
- * 年明け2、3月危機説

7. 日経225先物取引問題

- * 昭和63年に導入後発展、市況低迷下で諸問題の指摘
- * 8月28日の経済対策で見直しの方向
- * 12月22日「先物取引の在り方について」を取りまとめ発表

8. 制度改革問題

- * 12月17日、関係局で合意に達し詳細公表

9. 基本問題の勉強

10. IOSCO

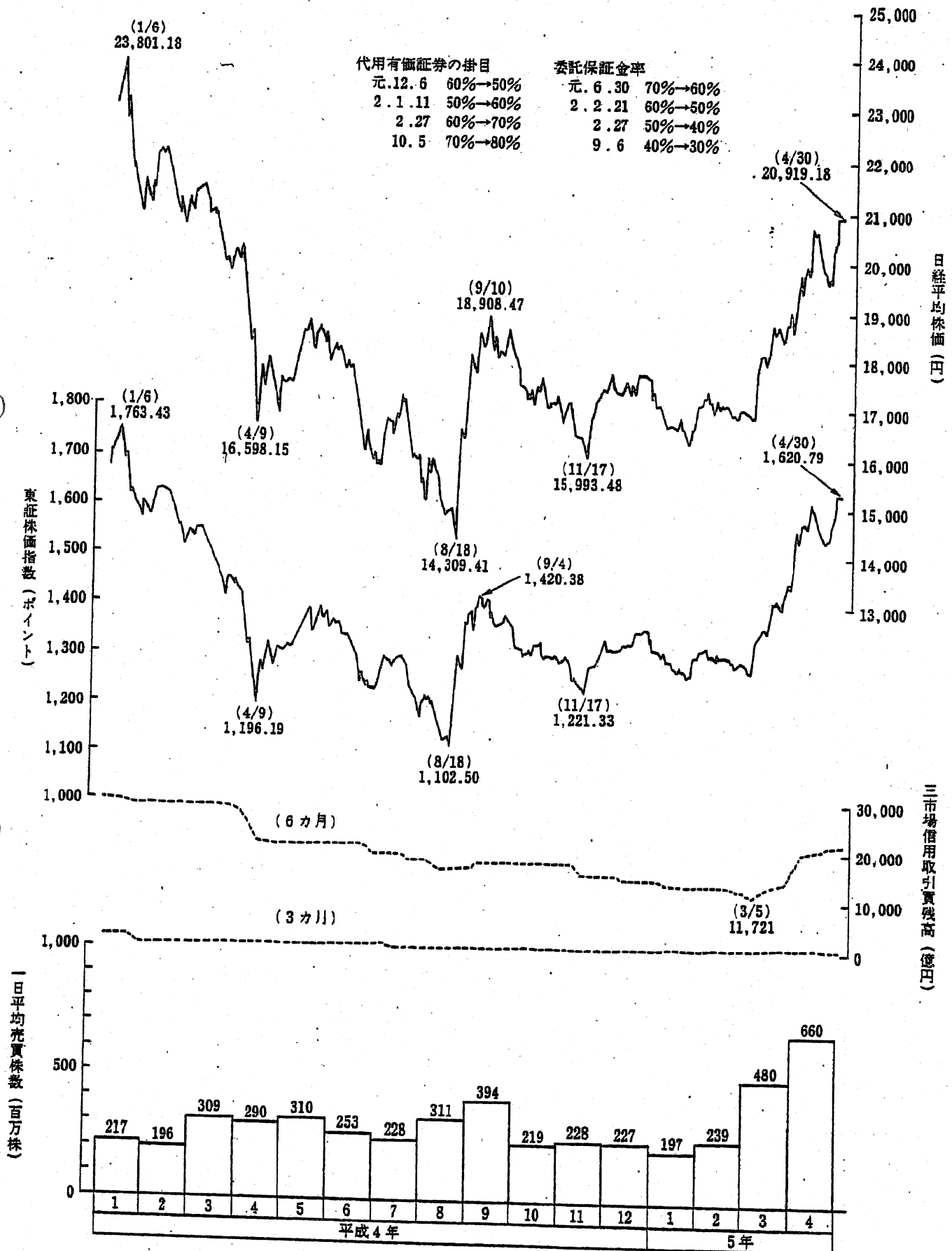
11. その他

証券関係主要指標

年	上場株式 (年間)			資本市場 (年間)				証券会社 (年度)						投資信託 (年末)	
	時価総額 (年末)	売買高		株式	CB・WB	事業債	合計	手数料 収入	人件費 (従業員数)	経常収支	自己資本	株式	公社債		
		億株	兆円												
														兆円	
兆円	億株	兆円	株式	CB・WB	事業債	合計	手数料 収入	人件費 (従業員数)	経常収支	自己資本	株式	公社債			
1988	488	3,283	333	4.6	13.0	1.9	19.5	22,190		9,031	56,627	39.3	13.6		
1989	630	2,563	386	7.9	18.6	2.2	28.6	45,085	11,839	18,639	70,511	45.5	13.1		
1990	394	1,458	232	0.7	4.4	5.2	10.3	26,402	11,438	5,167	73,557	35.1	10.9		
1991	392	1,078	134	0.3	6.0	8.0	14.3	16,631	10,742	-3,527	68,776	28.6	12.9		
1992	299	826	80	0.2	2.5	8.8	11.4	12,201	9,671	-7,097	63,435	21.1	21.2		
1993	336	1,012	106	0.3	4.7	5.8	10.8	17,652	9,494	-1,803	63,783	19.5	31.2		
1994	371	1,059	115	0.6	3.1	4.2	7.9	14,288	9,071	-4,440	62,930	17.5	26.0		
1995	378	1,201	116	0.6	2.2	6.5	9.2	16,324	8,976	-2,311	64,488	14.9	33.0		
1996	359	1,265	136	1.7	3.7	7.5	12.9	16,372	8,854	-2,264	56,799	12.8	35.9		

出所：「証券年報 平成9年版」ほか

東証第一部における株価等の動き



(出典) 大蔵省証券局年報

金融行政の当面の運営方針 —金融システムの安定性確保と効率化の推進—

(平 4. 8.18 大蔵省)

いわゆるバブル経済の崩壊に伴う株価と不動産価格の大幅な低下は、金融機関の内部蓄積の減少と不良資産の増大をもたらし、我が国金融機関は戦後の高度成長期以降かつてみられなかった厳しい状況に直面している。

こうした背景の下で、金融システムの安定性に問題が生じているのではないかと、また、資金の供給が円滑に行われていないのではないかと、との懸念とその実体経済への影響が種々論議されている。

いわゆるバブル経済の崩壊が金融機関に与えた影響は極めて大きく、その克服には厳しく真剣な取り組みが必要であり、かつ、相当の調整期間を要することは事実である。

しかしながら今日の我が国金融システムを取り巻く基礎的諸条件は、高い水準にある産業の国際競争力、増大した資産の蓄積、整備された制度的枠組み等に見られるように、かつてとは比較にならない程強固なものとなっている。

従って、金融システムが機能障害を生じ、これによって国民経済に過重な負担を余儀なくさせるようなことはないことを確信している。状況を徒らに悲観視することなく、冷静にして沈着、着実に真剣な対応努力を積み重ねることによって問題を解決していくことが可能であると考えている。

この際、金融システムの安定と資金の円滑な供給のために金融機関が総力をあげて取り組むべきことは当然であるが、当局としても、永年にわたって金融システムに寄せられてきた国民の信頼がいささかも損なわれることのないよう最大限の努力を傾注して参る所存である。

このような考え方から、当面の金融行政の運営に当たっては次のような方針で臨むこととしたい。

記

I. 金融システムの安定性確保

1. 株価低迷への当面の対応

最近の株価低迷に伴い、金融機関の株式評価損が増大している。従来、金融機関は、株式の含み益を益出しすることによってこうした株式評価損の償却に対処してきたが、金融機関による決算対策のための益出しは、株式市場が低迷を続ける中で、益出し—株価下落—益出しの悪循環に陥るおそれがあるとともに、今後、不良資産の償却負

担に備える必要がある中で、徒らに金融機関の体力の消耗を招きかねない。このような状況に鑑み、下記の措置を講じる。

① 安易な益出しの抑制

株式市場への悪影響と体力の消耗とを回避すべく、金融機関による決算対策のための安易な益出しを極力抑制するよう求める。

② 配当性向基準の適用の一時停止

金融機関が内部留保の充実に努めることは重要であり、そのために配当性向を公表利益の40%以内に抑制するよう指導基準を定めているところである。しかしながら、現状のように多額の株式評価損が発生している中で、株主の信頼を引き続き確保する上で必要な配当を行うためには、現行の指導基準の下では、金融機関が、無理な益出しをせざるを得ないことが懸念される。このような事態を回避するため、配当性向に関する現行の指導基準の適用を一時停止することとする。

③ 株式評価損償却の中間決算における対応

最近、株式市場において取引が低調な中で株価の変動が大きくなっている現状に鑑み、中間財務諸表作成基準においては、中間期における株式評価損は、中間財務諸表に注記することとした上で、当該評価損の償却を本決算期まで計上しないことができることとなっている旨を周知する。

2. 融資対応力の確保

いわゆる「バブル」の崩壊に伴う株価及び不動産価格の下落は、含み益の減少や不良資産の増大を通じて、金融機関の内部蓄積を減少させることとなるため、金融機関の融資対応力が低下するおそれがある。金融は、経済活動を健全かつ円滑に行っていく上で、人体にたとえれば、いわば血液としての極めて重要な役割を担っている。我が国経済の安定的発展を図るためには、万が一にもこうした金融システムの重要な役割に滞りがないよう、金融機関の融資対応力の確保に努める必要がある。

① 貸し渋り批判への対応

最近、金融機関の貸出の伸びが低下していることから、金融機関の必要以上に厳しい融資審

査等により「貸し渋り」が生じているのではないかと批判がある。貸出の伸びが低下している背景には、基本的には借手企業の資金需要の低迷があり、全体としてみれば現状においては、健全な経済活動に必要な資金供給が阻害されているとは考えられない。

しかしながら、不動産関連融資等の一部の個別案件については、バブル期における過剰融資等の反省から、金融機関の審査姿勢が、過度に消極的になっている例も見受けられるところである。もとより、金融機関がバブル期の安易な融資姿勢を改め、審査の適正化を図ることは必要なことであるが、過度に消極的な融資姿勢により、健全な経済活動に必要とされる資金供給が阻害されることがあってはならず、そのために金融機関の適切な対応を求める。

② 自己資本の充実

金融機関が、健全な経済活動に見合った融資対応力を確保するため、自己資本の充実に努めることは、極めて重要である。現在、株価下落等に伴う含み益の減少等から、金融機関の融資対応力の低下が懸念されており、金融機関の融資対応力の確保を図るため自己資本の一層の充実が望まれるところである。

こうした観点から、株式市場の低迷で金融機関の増資が困難な状況に鑑み、期限付劣後ローンの取入れ等を引き続き進めるとともに、今般、永久劣後債及び強制転換権付劣後転換社債などの導入を行ったところである。今後とも、永久劣後ローンなどの新たな自己資本充実手段の拡充を図ることとしたい。

③ 債権の流動化

債権の流動化については、金融仲介機能を拡充する観点から、従来より一般貸出債権や住宅ローン債権について、その流動化を進めてきたところである。こうした債権の流動化は、金融仲介機能の強化により、金融機関の融資対応力の拡充に資することとなるため、既存の方式について更に活性化を促すとともに、新たに信託方式を活用するなど、債権流動化のための手段についても一層の多様化に努める。

なお、来年3月末日以降最終目標(8%以上)

が適用されるB I S基準については、上記②、③の措置により、おのずから対応できるものと考えている。

3. 不良資産の処理

不良資産処理問題の解決が速やかに進展しないことが金融システムへの不安感を醸成するとともに、不動産取引の低迷の要因となり、ひいては景気回復を図る上での障害となっているとの批判がある。こうした観点から、不良資産処理方針の早期確定とその計画的・段階的処理が急務であり、これにより国民の金融システムへの不安感を払拭するとともに、その安定性の確保に努めることが極めて重要である。

① 個別問題の早期処理

住宅金融専門会社、ノンバンク等の個別問題は、極めて多数の金融機関が関与し、利害関係が従来になく錯綜しているため、その解決には、大変な困難を伴うとともに長期間を要するものとなっている。これらの問題の解決に向けての関係者の努力は、当局としても十分承知しているところである。しかしながら、こうした個別問題の処理が遅れることにより、国民の金融システムに対する不安感を醸成する恐れがあることも事実であり、関係者には、金融システムの安定性確保の重要性を認識した上での更なる努力を促し、処理方針の早期確定と計画的・段階的処理に向けての一層の努力を要請する。

② 担保不動産の流動化

不良資産の処理方針の早期確定と計画的・段階的処理を図り、併せて不動産の流動化に資するため、民間金融機関の協調による、担保不動産の流動化のための方策につき早急な検討を行う。

③ 不良資産処理のための環境整備

不良資産の処理が円滑に促進されることが、金融システムの安定性確保のために極めて重要であり、ひいては国民経済の発展に資するとの観点から、税務上の取り扱いをも含め、必要な環境整備に努める。

④ ディスクローチャーの充実

金融機関の経営の健全性と、一層の透明性確

保を図るため、現在、金融制度調査会において、不良資産額の積極的な開示・公表の検討がなされている。この検討を踏まえ、本年度決算期より金融機関が不良資産額のディスクロージャーを実施することを期待する。更に、今中間決算時点での不良資産額についても、その概況を当局が本年3月時点と同様に取りまとめ、公表する。

II. 金融システム効率化の推進

昭和50年代後半以降、金融の自由化、国際化、証券化の動きが急速に進展し、金融機関を取り巻く環境変化は著しいものがある。当局も、こうした金融環境の変化に対応した金融機関の業務展開を可能とする枠組み作りに努めてきたところであり、これまで金融機関は、再編成を含め自由化等への対応を着実に進めてきている。こうした環境の大きな変化の中で、いわゆるバブル経済の崩壊によって引き起こされた厳しい調整局面を迎えており、金融システムの効率化に向けての一層の努力が求められている。

① 金融制度改革の実施

金融機関が自主的な判断に基づき選択した経営路線に従って、経営上の創意工夫を発揮し、自らの特性を活かしつつ、金融環境の変化に対応した業務の展開を行えるよう、先般成立した金融制度改革法の着実かつ円滑な実施を図る。

また、金融面での諸規制・諸慣行の見直しについても積極的に対応する。

② 金融機関経営の一層の合理化

金融機関経営を取り巻く環境は、金融自由化等への対応に加え、「バブル」の崩壊に伴う不良資産の増大や内部蓄積の減少等を通じ、殆どの現在の経営者が未だかつて経験したことがないほど厳しい局面に直面している。金融機関においては、これまでも経営の合理化を進めてきているが、現在の我が国金融システムが直面する種々の困難を克服し、引き続きその役割を果たしていくためには、更なる努力が求められている。こうした観点から、金融機関には、経営組織全体を通じた厳しい自助努力による最大限の合理化努力を要請することとしたい。

総合経済対策

平成4年8月28日

経済対策閣僚会議

我が国経済は現在、最終需要を中心に停滞しており、資産価格の下落もあって厳しい状況に直面している。

すなわち、住宅建設に回復の動きがみられるものの、個人消費は伸びの鈍化が続いており、設備投資は製造業を中心に弱含みとなっているなど、最終需要を中心に停滞している。鉱工業生産も在庫調整の動きから停滞傾向で推移しており、企業収益は減少し企業の業況判断は減速感と先行き不透明感が続いている。さらに、労働力需給も一部に緩和の動きがみられる。

加えて、株価と不動産価格が大幅に低下し、金融機関の不良資産が増大し内部蓄積が減少したことを背景に、金融機関の融資対応力の低下や金融システムの安定性の問題、その実体経済への影響が懸念されるに至っている。

このような状況が進展しこれ以上国民経済に悪影響を及ぼすことがないように、政府として適切かつ機動的に対処することが肝要である。

このため政府としては、早急に、総規模10兆7000億円にのぼる財政措置を中心とした下記のようなパッケージとしての総合的な経済対策を実施する。すなわち、公共用地の先行取得を含む公共投資等の拡大や、設備投資減税、政府関係金融機関の活用等により内需の拡大を図るとともに、金融機関の不良資産問題への対応策等金融システムの安定性の確保のための施策及び証券市場の活性化などのための施策を積極的に講ずる。また、中小企業対策、雇用対策及び輸入の促進のための措置を講ずる。

以上のような総合経済対策は、市場経済の活力の源泉である民間部門の自助努力による在庫圧縮や経営革新とあいまって、現在調整過程にある我が国経済を内需を中心とするインフレなき持続可能な成長経路へ円滑に移行させるものであり、これが真に国民が豊かさを実感できる生活大国の実現につながり、ひいては、世界経済の安定的発展にも資するものと期待される。

1. 公共投資等の拡大

公共投資等については、公共用地の先行取得を含め次のとおり、総額8兆6,000億円の事業規模を確保する。

- (1) 一般公共事業については、引き続き施行の促進を図るとともに、各地域経済の実情を踏まえ、国民生活の質の向上に重点を置いた分野にできる限り配慮しつつ、事業費3兆4,000億円を追加する。
- (2) 災害復旧事業については、復旧進度を大幅に高めることにより速やかな事業実施を図ることとし、事業費5,000億円を追加する。
- (3) 国民生活基盤、研究開発基盤の充実を図るため、文教施設、研究施設等をはじめ各種施設等の整備を積極的に推進することとし、事業費5,500億円を追加する。
- (4) 公共用地の先行取得を含め公団等の事業費5,500億円を追加する。
- (5) 地方単独事業についても、引き続き施行の促進を図るとともに、地域の実情に即して道路、下水道、一般廃棄物処理施設等の住民に身近な社会資本の整備等を一層積極的に推進することとし、これに必要な地方債の追加等を行い、1兆8,000億円の事業費を確保する。
また、公共用地の先行取得については、地方債の積極的活用等により、1兆円の事業費を確保する。
- (6) 住宅建設の促進を図るため、住宅金融公庫及び年金福祉事業団の住宅融資制度の拡充を行い、事業規模8,000億円を追加する。

2. 公共用地の先行取得

公共事業等の円滑な実施を図るとともに土地取引の流動化にも資するため、地価動向に十分配慮しつつ、公共投資等の拡大のうち、次のとおり総額1兆5,500億円の規模で公共用地の先行取得を行う。

- (1) 用地の先行取得のための国庫債務負担行為について事業費1,500億円を追加する。
- (2) 道路整備特別会計、都市開発資金融通特別会計等において、用地の先行取得のため事業費2,500億円を追加する。
- (3) 日本道路公団、住宅・都市整備公団等における用地の先行取得のため、事業費1,500億円を追加する。
- (4) 地方公共団体等における用地の先行取得の促進を図るため、土地開発基金及び土地開発公社の活用を図るとともに、公共用地先行取得債等による積極的な対応を図ることにより、全体として事業費1兆円の確保を図る。

また、日本国有鉄道清算事業団用地及び市街化区域内農地の先行取得については、利子負担軽減のため所要の措置を講ずる。

- (5) なお、土地取引の目安として地域の地価動向に関する情報を市場に提供するため、短期的な地価動向を迅速に把握、提供する体制の充実を図る。また、現下の地価動向にかんがみ、公共用地の先行取得が現在の地価を反映した適正な価格で行われるよう、各種地価情報の収集、活用体制の充実を図る。

3. 住宅投資の促進

住宅投資については、宅地の円滑な供給を図りつつ、住宅建設を促進するため、住宅

金融公庫及び年金福祉事業団等の住宅融資制度を拡充する。

(1) 住宅金融公庫

- ① 貸付枠1万戸の追加を行うとともに、申込受付期間を拡大する。
- ② 個人住宅の建設、購入を促進するため、特別割増貸付けの貸付額を増額する（200万円）。
- ③ 良質な住宅ストックの形成を促進するため、貸付対象となる住宅の面積上限を引き上げる（現行220㎡を240㎡に改定）とともに、大型住宅の貸付限度額を増額する（100万円）。
- ④ 優良分譲住宅等の購入を促進するため、貸付対象となる竣工後経過期間を延長する（現行2年を3年に延長）。
- ⑤ 中古住宅市場を活性化するため、中古住宅に対する融資制度を拡充する（金利の基準金利への引下げ、償還期間の延長、特別割増貸付けの200万円増額）。
- ⑥ 良質な民間賃貸住宅の建設を促進するため、特別割増貸付けの貸付額を増額する（180万円）。
- ⑦ 住宅の改良を促進するため、特別割増貸付けの貸付額を増額する（100万円）とともに、マンション管理組合に対する債務保証限度額を引き上げる（現行50万円を100万円に改定）。
- ⑧ 駐車場整備を促進するため、住宅建設に伴う駐車場設置に係る融資制度を拡充する（戸建住宅を駐車場割増貸付けの対象に追加する等）。
- ⑨ 宅地供給を促進するため、宅地造成に対する融資制度を拡充する（現行融資率5～8割を8～9割に改定）。

(2) 年金福祉事業団

年金福祉事業団の特別貸付けの被保険者期間区分の見直しを行うとともに、貸付対象となる住宅の面積上限を引き上げる（現行220㎡を240㎡に改定）。

(3) その他

勤労者の持家取得を促進するため、雇用促進事業団及び住宅金融公庫等の勤労者財産形成持家融資制度を拡充する（貸付最高限度額の引上げ等）。

4. 民間設備投資の促進

(1) 設備投資を促進するための税制上の措置

省力化、合理化関連等の民間設備投資を促進するため、臨時時限の措置として、中小企業の高度化、環境にも配慮したエネルギーの有効利用、研究開発に資する設備約130設備を、中小企業新技術体化投資促進税制、エネルギー需給構造改革推進投資促進税制、基盤技術研究開発促進税制の対象に追加する（10月1日実施）。本措置により、直接対象となる設備のほかそれに付随して購入される設備等を加えれば、相当規模の投資が促進されるものと期待される。

(2) 政府関係金融機関の融資の活用等

民間設備投資を促進するため、日本開発銀行、北海道東北開発公庫等において総額9,000億円程度の貸付枠の追加等を行うとともに、省力化、省エネルギー、環境対策投資等のための融資制度を拡充する。

(3) 電力事業、ガス事業、NTT、KDD等の設備投資の円滑な実施

- ① 電力事業及びガス事業について平成4年度中に、1,300億円程度を目途に投資等の追加に努力するとともに、平成5年度から平成4年度下半期に発注を5,000億円程度繰り上げるよう要請する。

なお、電力事業については、平成4年度及び平成5年度において合計で過去2年間の投資規模（約8兆円）を約1兆円以上上回る設備投資を見込んでおり、その円滑な実施を図るよう要請する。

- ② NTT、KDDをはじめとする第一種電気通信事業者については、平成5年度の設備投資の前倒し及び設備投資額の上乗せにより、平成4年度の設備投資額を更に700億円程度追加（これによって平成4年度の設備投資額は合計2兆6,300億円程度）すべく努力するよう要請する。

5. 中小企業対策等

厳しい経営環境下において、中小企業に対する一層の金融の円滑化を図るとともに、中小企業の構造改革を促進するため、政府関係中小企業金融機関等を通じ、以下のような措置を講ずること等により、総額1兆2,000億円規模の貸付枠の追加等を実施する。

(1) 中小企業の経営安定対策

- ① 中小企業の資金調達の円滑化を図るため、国民金融公庫及び中小企業金融公庫等の貸付限度額に大幅な別枠を設けること等により貸付規模を拡大する。
- ② 中小企業の経営安定を図るために必要な低利資金を供給するため、緊急経営支援貸付制度を中小企業体質強化資金助成制度において創設する。
- ③ 小企業等の経営安定を図るため、国民金融公庫の小企業等経営改善資金融資制度（マル経制度）等の貸付限度額を引き上げる。

(2) 中小企業の構造改革のための設備投資促進等

- ① 時短促進のための省力化、環境対応、流通業対策等中小企業が必要とする構造改革を支援するため、政府関係中小企業金融機関及び中小企業体質強化資金助成制度を通じた低利資金の融資制度を設ける等の措置を講ずる。
- ② 中小企業の省力化、合理化関連等の設備投資を促進するため、中小企業の高度化、環境にも配慮したエネルギーの有効利用等に資する設備を、投資促進税制の対象に追加する。
- ③ 中小企業事業団の高度化融資事業を前倒しして実施する。
- ④ 中小食料品小売業者等の流通の改善、農林漁業金融の円滑化等を図るため、農林漁業金融公庫の低利融資制度の延長等を行う。

(3) 下請企業対策

下請取引オンライン・ネットワークシステムによる全国規模のあっせんの開始等下請取引あっせんの強化を行う。

6. 雇用対策

雇用動向についての情報の収集、分析を迅速かつ的確に行うとともに、失業を伴わない労働移動の円滑化を図り、併せて、雇用調整助成金の支給対象となる業種の指定基準の緩和に係る暫定措置を設け、業種指定を機動的に行うことにより、事業転換や能力向上のための教育訓練、出向、一時休業による雇用維持を図る。

7. 生活ニーズの多様化への対応

(1) 民生分野を中心とした新規需要の開拓

民生分野を中心とした新規需要の開拓に向け、最新の技術動向（例 マルチメディア技術、革新的合繊技術）を踏まえた製品、システムや新しいライフスタイルに対応した製品、サービスに係る潜在的ニーズの探究や将来展望の検討を行う。

(2) 利用者の立場に立った行政の情報化等

利用者の立場に立った行政情報システムの整備等を目指し、国、地方公共団体等の情報関連機器の導入等を促進するため、各省庁会議等の機会を通じた情報化投資の促進の呼びかけ等を行う。

(3) 消費者信用の適切な活用

支払期限に係る条件の緩和等消費者信用の適切な活用策について早急に検討し、可能なものから速やかに実施する。

(4) 集客努力による購買意欲の喚起

流通業の活性化、各種イベントの積極的活用等を通じて購買意欲の喚起を図る。

8. 輸入の促進

- (1) 外貿ターミナル等輸入インフラの整備を推進するとともに、輸入促進地域（フォーリン・アクセス・ゾーン）の整備を促進する。また、これと関連して総合保税地域制度の積極的な活用を図る。
- (2) 外国企業の対日輸出努力を支援するためのビジネス・サポーター・センターを設置する等日本貿易振興会の輸入促進機能の強化を図る。
- (3) 一層の輸入促進を図るための特別の措置として、日本開発銀行等の輸入体制整備融資及び日本輸出入銀行の製品輸入金融の金利の引下げを図る等輸入促進のための政策金融を拡充する。
- (4) 政府の施設等の整備に係る政府調達において、外国製品の輸入が行われるよう配慮する。
- (5) 市場アクセスの改善を図る観点から、O T Oの活動の充実を図る。

9. 金融システムの安定性の確保

金融機関に対し、従来以上の徹底した合理化努力を前提としつつ、金融システムの安定性の確保と資金の円滑な供給を図るべく金融機関自身が総力を挙げて取り組むよう要請するとともに、政府としても、以下のような対策を講ずることとする。

(1) 金融機関の不良資産問題

- ① 民間金融機関の協調による、担保不動産の流動化のための方策の検討を急ぎ、遅くとも年内に具体的成案を得る。
- ② 金融をとりまく環境の変化を踏まえ、金融機関の不良資産の迅速かつ的確な処理が図れるよう、税務上の取扱いについて実態に即した運用を行うとともに、国税当

局の審理体制を整備する。

③ 金融制度調査会における不良資産額の積極的な開示・公表の検討を踏まえ、本年度決算期より各金融機関が不良資産額のディスクロージャーを実施することを期待する。なお、今中間決算時点での不良資産額については、その概況を本年3月末時点と同様に取りまとめ、公表する。

④ 住宅金融専門会社、ノンバンク等の個別問題については、その処理方針の早期確定と計画的・段階的処理に向けての関係者の一層の努力を要請する。

(2) 金融機関の融資対応力の確保

金融機関の融資対応力を確保し、資金の円滑な供給を図り、貸し渋りという事態が生じることのないよう、以下のような対策を講ずる。なお、これらの措置により、平成5年3月末のBIS自己資本比率最終基準（8%以上）への対応が可能となるものと考えられる。

① 永久劣後債及び強制転換権付劣後転換社債などの導入が行われているところであるが、今後とも、永久劣後ローンなどの新たな自己資本充実手段の拡充を図る。

② 債権の流動化の手段について、新たに信託方式を活用するなど一層の多様化に努める。

(3) 金融制度改革の実施

金融機関が自主的な判断に基づき選択した経営路線に従って、経営上の創意工夫を発揮し、自らの特性をいかしつつ、金融環境の変化に対応した業務の展開を行えるよう、先般成立した金融制度改革法の着実かつ円滑な実施を図る。

10. 証券市場の活性化等

証券市場が企業の長期資金の調達及び国民の資産形成の場として本来の機能を果たせるよう、安定的で活力ある市場の確立に向けて、以下のような株式運用規制の緩和等の対策を講じ、個人及び機関投資家等の株式市場への参加を促進する。

(1) 株式運用規制の見直し。

- ① 公的資金（郵貯、簡保等）による簡易保険福祉事業団等を通じる単独運用指定金銭信託（指定単）への運用について、その株式組入れ比率の制限を設けない新たな指定単を設けるとともに、財政投融资計画の資金運用事業の資金に1兆1,200億円の追加を行う。

これに4年度財政投融资計画に資金運用事業として計上されている分から設定されるものを併せ、新たな指定単へ運用される額は2兆8,200億円となる。

- ② 貸付信託の運用対象に株式を追加する。
- ③ 実績配当型金銭信託（株式組入れ限度20%）の創設を早期に実現する。

(2) 政府保有株式の売却の凍結等

日本電信電話株式会社株式について、平成4年度と平成5年度の2年間、売却を凍結する。また、東日本旅客鉄道株式会社株式及び日本たばこ産業株式会社株式については、平成4年度は売却を見送る。

(3) 個人投資家の長期的で安定的な株式投資の促進

- ① 個人投資家の長期的で安定的な株式保有を促進するため、長期保有に適した株式投資信託の商品開発等を推進する。
- ② 従業員持株制度の一層の促進を図るため、制度運用を弾力化する。
- ③ 株式の投資単位の引下げを促進するため、発行企業に対し単位のくくり直しや株式分割を要請するとともに、株式累積投資制度等单位株未満の株式投資が可能となるような方策を速やかに検討する。
- ④ 本年4月に実施された利益配分ルール等を踏まえつつ、発行企業に対し引き続き配当性向の引上げ等を要請する。

(4) 企業の資金調達環境の整備

- ① 社債発行限度規制の撤廃、受託制度の見直し等を柱とする社債関連法の改正法案を次期通常国会に提出すべく検討を進める等引き続き社債市場における諸規制、諸慣行の見直し、撤廃を図る。
- ② 公正で円滑な株式公開の仕組みを確保するため、東京証券取引所、日本証券業協

会における検討状況も踏まえ、株式公開制度の見直しを行う。

- ③ 自己株式の取得及び保有に関する規制の見直しについて、商法をはじめ幅広い観点からの検討を促進する。

(5) 証券会社の適正な投資勧誘の推進

証券市場への円滑な資金供給を図る観点から、日本証券業協会を中心に、法令等についての照会制度の導入等により証券営業に関するガイドラインの充実、周知徹底を図り、証券会社の適正な投資勧誘の円滑な推進を図る。

(6) 金融機関による安易な益出しの抑制等

金融機関に対し、決算対策のための安易な益出しの抑制を要請し、併せて配当性向基準の適用の一時停止等の措置を講ずる。

(7) 先物取引の在り方の検討

現物・先物両市場の健全な発展を図る観点から、先物取引等に関し、市場管理、取引制度、商品性の在り方等について幅広く関係者の意見を聴きつつ検討する。

(8) 証券関連税制の検討

証券関連の税制については、以上の諸措置及び税財政全体の関連を踏まえ、平成5年度税制改正の過程において検討する。

11. 金融政策の機動的運営

内外経済動向及び国際通貨情勢等を注視しつつ、金融政策の適切かつ機動的な運営を図る。

金融制度改革実施の概要について

(大蔵省)
平成四年二月一七日

先の通常国会において成立した金融制度改革法は、業態別子会社方式による相互参入、資本市場の健全な発展等を主な内容としているが、その具体的細目については政省令等に委ねられている。

今般、この金融制度改革の具体的細目について、①制度改革の理念に沿い、その方向性を明確にしつつ改革の着実な実施に努めるとともに、②制度改革の円滑な実施を図る見地から、市場の状況等に鑑み、漸進的、段階的に参入を推進していく、との方針の下にその骨子を下記の通り策定したところである。

今後、この骨子の内容に従って、明年四月頃に金融制度改革法を施行することを目的として作業を進め、所要の政省令等をできる限り早期に制定することとしたい。

なお、業態別子会社の業務範囲、弊害防止措置等については、金融制度改革実施後の状況、市場の状況、証券会社及び金融機関の経営に与える影響等を勘案しつつ、法施行後二年ないし三年を目途に見直しを行うこととする。

記

1 証券子会社関係

(1) 当初の業務範囲

株式市場の現況、証券会社の経営の健全性等に鑑み、以下の業務を当初の業務範囲から除く。

- ① 株券の発行業務及び流通業務
(注) 株券の流通業務のうちプロカー業務については、法律で、当分の間禁止されている。
- ② エクイティもの(転換社債券(CB)、新株引受権付社債券(ワラント債)、新株引受権証券(ワラント)の流通業務

ただし、エクイティものの発行業務の延長として行われる必要最小限の流通業務を除く。

- ③ 株価指数先物取引及び株価指数オプション取引
- (2) 弊害防止措置

弊害防止措置については、親子関係にあることを利用した取引等が行われることにより、市場機能が歪められ、資本市場の健全な発展が阻害されることを防ぐ観点から、以下の措置を講ずることとする。

① 親金融機関がその影響力を及ぼすことができる企業が発行する証券を、その証券子会社が引き受けることの制限

純資産五、〇〇〇億円未満の企業が証券を発行する際に、親金融機関が主受託となつてゐる場合又は過去二年間における直近三回の発行で過半数主受託となつてゐる場合において、その証券子会社が当該発行における引受主幹事とならないものとする。

② 共同訪問等の禁止
共同訪問は、顧客の要請に基づく場合を除き行わないものとする。顧客の要請の有無を確認する方法については、何らかのルールを設けて、実効性の確保を図ることとする。例外として共同訪問が認められる場合等について一定の行為規制を課し、規制される具体的な行為類型等については、省令の解釈通達を发出することとする。また、これと併せ、銀行・証券両業界の自主ルールが作成されることが望ましい。

さらに、併せて関連する証券取引法第六五条違反のおそれのある行為の類型についても通達によって明確にする。

③ 情報交換の制限
顧客又は発行者に関する非公開情報の受領、提供を原則として行わないものとする。

ただし、顧客の事前の書面による同意(個別の同意を原則とする。)がある場合を例外とする。

非公開情報の具体的内容等については、銀行・証券両業界の自主ルールとされることが望ましい。

④ 親金融機関と証券子会社の人事交流に関する規制

証券子会社の職員については、設立後五年を目途として、プロパー職員の比率を五〇%程度引き上げる等プロパー化比率の向上に努める。

(注) 証券子会社の役員については原則として、

・代表権のある役員は、親金融機関の役員ならぬものとする。

・代表権のない役員は、離職後概ね二年間は親金融機関の役員又は証券関係部署の職員にならないものとする。

なお、本ルールは、自主申し合わせ事項となつてゐる。

⑤ 店舗等の共用に関する規制
証券子会社の本社は親金融機関の本社と同一建物に設置してはならない等の規制を行う。

その他、証券子会社の支店、営業所を親金融機関の店舗等と同一建物に設置することの規制、コンピュータ設備・ディーリング等の共用の規制を行う。

⑥ その他の弊害防止措置

イ 親金融機関との取引に係る証券子会社の収入の割合を制限する。

ロ 証券子会社が親金融機関の発行する証券の引受主幹事となることを制限する。

(参考) 証券子会社の当初の業務範囲

	公共債	普通社債 (S B)	投資信託	エクイティ も の 新 付 株 券	株・株 数先物 指数オ ブシ ン
発行 〔受け 引・募 集取 扱 い等〕					
流 通	ディー リング ブロー カー				株の ブロー カー業 務は分 法で当 間禁止

斜線部分は制限される分野

(注) エクイティものの発行業務の延長として行われる必要最少限の流通業務は行うことができる。

ハ 親金融機関に債務を有している企業が発行する証券を証券子会社が引き受けた場合、当該発行によって調達される資金が当該債務の返済に充てられる可能性がある旨の開示を証券子会社に義務付ける。

ニ 証券子会社は親金融機関を利用した抱き合わせ販売を行わないものとする。

ホ 証券子会社が引き受けた証券の購入のため、顧客に対して親金融機関

が信用供与を行っていることを知りながら、当該証券子会社が当該証券を販売することを制限する。

ヘ 親金融機関との取引において、アームズ・レングス・ルールの適用(通常の条件での取引)を証券子会社に義務付ける。

ト 証券子会社が引き受けた証券を親金融機関に販売することを制限する。等

(注) 上記の弊害防止措置について

(参考) 信託銀行子会社の当初の業務範囲
(主な業務)

信託銀行の営む業務	当初の業務範囲
(1) 金 銭 の 信 託	
・ 貸 付 信 託	×
・ 年 金 信 託	×
・ 合 同 金 信 託	×
・ 特 定 金 単	×
・ フ ァ ン ト ラ	○
・ 証 券 投 資 信 託	○
(2) 金 銭 以 外 の 信 託	
・ 有 価 証 券 の 信 託	○
・ 金 銭 債 権 の 信 託	○
・ 動 産 の 信 託	○
・ 不 動 産 の 信 託	○
(3) 併 営 業 務	×
銀 行 業 務	○

は、④、⑤、⑥のイを除き、基本的に省令に規定するとともに、証券取引等監視委員会の検査の対象とする方向で検討する。

2 信託銀行子会社関係

(1) 当初の業務範囲

利用者利便の向上、競争条件の公平性の確保等を勘案し、以下の業務を当初の業務範囲とする。

① 銀行法により認められる全ての業務

② 金銭の信託のうち、証券投資信託、指定金外信託(ファンドトラスト)、従業員持株信託、金信託

③ 金銭以外の信託

ただし、不動産の信託のうち、信託財産の処分を信託目的の全部又は一部とするものを除く。

④ 公益信託、特定贈与信託

(2) 弊害防止措置

弊害防止措置については、信託銀行とその親子関係にある会社との間で、受益者の利益が損なわれる取引等が行われること等を防止する観点から、以下の措置を講ずることとする。

① 親子間信託に関する規制

金銭債権の信託について、信託銀行子会社が親金融機関から受託する金銭債権を、当該信託銀行子会社の金銭債権の受託財産額(新規受託額の前年度実績とする)の五〇%以内とする。

ただし、設立間もない信託銀行子会社に配慮する見地から、一定の経過措置を設ける。

② 親子間取引に関する規制

信託銀行の信託勘定と当該信託銀行と親子・兄弟関係にある金融機関又は証券会社との間との取引について、一

定の規制を設ける。

③ 系列投信委託会社からの証券投資信託受託に関する規制

信託銀行子会社が、系列投信委託会社から受託する証券投資信託は、当該系列投信委託会社の当年度の設定額（追加設定額を含む。）の二五％を限度とする。

④ 兼職に関する規制

Ⅰ 親金融機関の役員又は職員が信託銀行子会社の役員又は職員（休職出向者を除く。）を兼任してはならないものとする。

Ⅱ 信託銀行子会社の職員については、設立後五年を経過した後五〇％を目途として、プロパー化を図るものとする。この場合、転籍出向者は出向時においてプロパーとみなし、休職出向者は出向後二年経過した時点でプロパーとみなす。

⑤ 情報交換に関する規則

顧客に関する非公開情報の伝達については、顧客の書面による事前の同意があれば、可とする。

⑥ 店舗等の共用に関する規制

信託銀行子会社の本店は親金融機関の本店と同一建物に設置してはならない等の規制を行う。

その他、信託銀行子会社の支店、コンピュータ設備、デューリングルーム等に関する規制を行う。

⑦ その他の弊害防止措置

信託銀行子会社が親金融機関を代理店とすること及び実質的に信託銀行子

会社が親金融機関を代理店とすることを行ってはならないものとする。

3 参入時期等

(1) 金融機関の証券子会社による証券業務への参入については、親金融機関の営む業務と証券業務との間における親近性、親金融機関の店舗数等の格差等を勘案し、当面の参入の対象を、長期信用銀行、信託銀行及び系統中央機関のうち証券子会社の設立を優先する金融機関とする。

証券会社及び金融機関の信託銀行子会社による信託業務への参入については、銀行・証券間の相互参入の推進、親金融機関の店舗数等の格差等を勘案し、当面の参入の対象を証券会社並びに信託銀行子会社の設立を優先する長期信用銀行、外国為替専門銀行及び系統中央機関とする。

(2) この場合において、市場の状況、経営に与える影響、親会社等の実情等を勘案し、証券会社及び信託銀行としての適格性を個別に判断し、所要の手続を経て、免許等を付与するものとする。

(3) その後の参入については、制度改革の趣旨、改革実施後の状況、市場の状況、経営に与える影響等を勘案しつつ、当初参入から概ね一年程度を目途として更に検討していく。

(4) 参入を行うに相応しい財産的基礎や適正に業務を遂行する能力を有す

る者については、その参入希望を尊重するとともに、一時期の過度の参入によって市場に混乱をもたらすことのないよう、秩序立った参入を認めていくものとする。

(5) なお、証券会社（幹事会社）の最低資本金については一〇〇億円に、銀行の最低資本金については二〇億円にそれぞれ引き上げる。

4 地域金融機関が本体で行う信託業務の範囲

地域金融機関が本体で行う信託業務の範囲は、土地信託（信託財産の処分を信託目的の全部又は一部とするものを除く）、公益信託、特定贈与信託及び動産の信託とする。

5 諸規制・諸慣行の見直し等

我が国の金融・資本市場において自由な競争を推進していく上で過度の制約要因となつていくことから、諸規制・諸慣行について、以下の通り見直し・撤廃を行うこととする。

(1) 三局指導

三局指導（本邦企業の発行する公募外債の主幹事業を邦銀系海外証券現法が行うことを制限）については撤廃する。ただし、五年間の激変緩和措置として、発行額が少額の起債、純資産額が一定金額以上の企業の起債等から段階的に自由化を行うこととする。

これと併せ、本邦企業の外債発行について、親金融機関が関与することにより、証券取引法第六五条の趣旨が損なわれることのないよう禁止行為を明確化する等の措置を講じるとともに、本邦企業の外債発行に係る引受の事前協議についての外証法に基づく届出規定（省令事項）を整備する。

(2) 私募債ルールの見直し

私募債市場を証券取引法の下で整備するに当たり、公募・私募の適正なバランスの確保に留意しつつ、社債市場の適正な機能発揮を確保する観点から、発行ロット、転売制限等に係る措置を当面存置するとともに、証券業務としての私募の取扱の適正な遂行を確保すべく、業務の在り方等につき所要の措置を講ずる。

(3) 公募債市場における諸規制・諸慣行の見直し

公募債の適債基準及び商品性については、公募債市場のより一層の活性化を図るべく、早急に自由化、多様化を実現することを基本とし、現下の市場状況等を踏まえつつ、着実な緩和措置を講ずる。

(4) MMF・中国ファンドの商品性の改善

① MMFの最低預入単位の引下げを行う。

② MMF及び中国ファンドの利用におけるキャッシングの具体的スキームについて検討を行う。

先物取引の在り方について

(平4.12.22)
大蔵省

株価指数先物取引及びオプション取引(以下「先物取引等」)については、昭和63年に導入されて以来順調に拡大・発展してきており、その結果、東京証券取引所が現物、大阪証券取引所が先物において各々中心的役割を果たし、ともに世界で重要な地位を占めるに至っているが、他方で、リスク・ヘッジ・ニーズへの対応、先物取引等の現物市場への影響等の観点から、さまざまな問題が指摘されてきた。

このような状況の下で、先物取引等に係る問題については、これまでもその都度検討を行い、一連の措置を講じてきたところであり、また、証券監督者国際機構(IOSCO)においても先物取引等に係る問題を取り上げて国際的な検討を行ってきたところであるが、引き続き問題の抜本的な解決を求める声が多い。

我が国証券市場が企業の資金調達及び投資家の資金運用等の面において我が国経済に果たしている役割、世界の主要な市場としての国際的な期待等を考えると、できる限り早急に先物取引等に係る証券市場の抱える問題に適切に対応し、現物・先物両市場の一層の健全な発展を図っていく必要があると考える。こうした観点から、先般の総合経済政策においても、「先物取引等に関し、市場管理、取引制度、商品性の在り方等について幅広く関係者の意見を聴きつつ検討する」とこととされたところである。

以上を踏まえ、先物取引等の在り方について、市場参加者等から幅広くヒヤリングを実施するとともに、米国の状況等についても調査を行いつつ、慎重に検討を重ねた結果、下記のような基本的方向で改善策を講ずることが適当であると考え、今般、この改善策に沿って具体的な措置を講ずるよう関係証券取引所及び日本証券業協会に要請することとした。

記

1. 市場管理・取引制度の見直し

(1) ディスクロージャーの充実

投資家に対してよりきめの細かい情報提供を行うことにより、取引の透明性の一層の向上を図り、投資家の不安心理の解消等に資するため、先物取引等及び裁定取引等について、ディスクロージャーの充実を図る。

(2) 公正・妥当な取引ルールの確立

現物・先物両市場における価格形成の適正化等に資するため、次のような措置を講ずる。

イ) フロント・ランニングの禁止

ある取引が間もなく行われることを知りながら、それに先がけて当該商品又はその関連商品の取引を行うといった不適正な行為(いわゆる「フロント・ランニング」)を禁止するため、規則の整備を行う。

ロ) 相場操縦的行為の禁止

現物・先物両市場にまたがる複数の取引を組み合わせることで、相場に影響を与え、利益を得る行為を禁止するため、所要の規則を整備する。

ハ) 過当数量取引の制限

証券会社による先物取引等の自己取引について、当該先物取引等の市場性等からみて過当な取引を抑制するため、所要の規則を整備する。

ニ) 現物・先物両市場にわたる不公正取引監視体制の充実・強化

① 現物・先物両市場にわたる不公正取引監視体制の充実・強化に資するため、東京証券取引所及び大阪証券取引所に先物取引等取引監理部門を新設するとともに、証券取引等監視委員会及び取引所間の連携強化を図る。

② また、将来的には、取引所間における取引審査情報の交換をコンピューターによってオンライン化する等の措置により、機動的な不公正取引監視体制の整備を図ることも検討する。

(3) 現物及び先物市場が相互に与える影響の緩和

現物及び先物市場における急激な価格変動が相互に過度な影響を与えないよう、米国におけるサーキット・ブレーカー制度等も参考にしながら、相場がある一定幅以上変動した場合は、先物取引等又は裁定取引を一時的に制限する等の仕組みを設けるため、所要の規則を整備する。

(4) 以上の改善策については、早急に規則の整備等を行うとともに、実施のための所要の準備を進め、準備の整ったものから順次実施する。

(5) その他

以上の他、投資家保護にも配慮しつつ取引参加者の多様化を図る観点から、オプション取引に係る顧

客の取引開始基準を引き下げる。

その他、先物取引等に係る証拠金制度、気配更新ルール等についても、株式市場の状況、海外市場の実情等を踏まえつつ引き続き検討を行う。

2. 商品性の見直し

我が国証券市場の健全な発展を図る見地から、先物取引等に対するリスク・ヘッジ・ニーズ、先物取引等が現物市場に与える影響等に一層適切に対応するため、大阪証券取引所において加重平均方式の指数による先物取引等の導入につき早急に準備を進める。

なお、新指数による先物取引等が定着するよう関係者において協力する。また、先物取引等がリスク・ヘッジ等の面で重要な役割を果たしていることに鑑み、新指数による先物取引等が定着するまでの間、現行指数による先物取引等は継続する。

3. 現物・先物両市場の一体的な管理・運営

現物・先物両市場の一体的な管理・運営を円滑に行う観点から、現物・先物の日々の市場管理及び取引制度等の基本的事項について東京証券取引所・大阪証券取引所間の連携強化を図る。