

証券史談 解題

はじめに

本巻は、証券行政当局や日本証券業協会などの自主規制機関、証券取引所や証券会社など、証券関係諸機関で重責を担われた方々の「証言」を収録している。

証券史資料「戦後統編」の事業目的は、昭和四〇年（一九六五年）以降の証券市場において生起した重要な出来事を記録することにある。このうち、文字資料として残された記録を関係者への証言によって裏付け、あるいは補完し、場合によっては修正することにより完全に近い記録として後代に残すこと、これが本巻の主眼である。

本巻に収録した証言は、二〇一一年から二〇二三年までに行われた聞き取り調査に基づいている。この調査に応じたいただいた関係者の方々には厚く御礼申し上げる。

証言内容は多岐にわたるが、所属機関や担当職務との関係を示すと以下の通りである。

- (一) 証券行政（旧大蔵省証券局、金融監督庁・金融庁）
- (二) 自主規制（日本証券業協会、証券投資信託協会）

証券史談 解題

二 上 季 代 司

- (三) 証券取引所（東京証券取引所、大阪証券取引所）

- (四) 大手証券会社

- (五) 準大手証券会社

- (六) 東京・大阪・名古屋の中堅・中小証券会社

- (七) 地方証券会社

(四) から (七) については証券各社のオーナー経営者や役員経験者をはじめ経営陣の方々の証言を収録している。(四) 大手証券会社については業務範囲が広いことから、国内営業、海外営業、システム、公社債に分けた編別構成にしている。

なお、(五) から (七) までの準大手証券会社、中堅・中小証券会社については、すでに証言記録に解題を加えた著作二点を公刊している。(二)
(二) この既刊本に掲載した解題では、ヨコとタテの二つの視点に立って、準大手・中堅中小・地方証券会社の証券業界における位置付け（空間軸）、ならびにそれらの経営対応の史的变化遷（時間軸）を記述している。(三)

そこで、本巻では上記の論点については二冊の既刊本に譲ることとした。また、大手証券会社四社については、山一證券関係者からの証言を収録できていなかった。

これらを考慮して、本巻では、証券業界を取り巻く外部環境（すなわち証券行政、証券取引所、機械化・システム化）の変化に焦点を絞った解題とした。

一、金融行政の転換と金融ビッグバン

証券行政を担当された方々として、角谷正彦氏、関要氏、松野允彦氏、日野正晴氏の四人からお話を伺った。角谷氏と松野氏は旧大蔵省証券局長を歴任され、関氏は大臣官房審議官のほか日本証券業協会で常務理事・専務理事・副会長の要職を一二年間勤められた。日野氏は金融監督庁および金融庁の初代長官である。

四氏がこれらの要職に携わったのは、一九八〇年代後半から二〇〇〇年にかけての約一五年間である。この時期の後半には、金融行政機構の再編成（大蔵省の解体と証券取引等監視委員会、金融庁の設置）と、行政手法の転換（事前的業者保護型から事後的チェック型へ）、市場機能重視型への金融システム改革などが一挙に行われた。まさに「ビッグバン」にふさわしい大変革である。この変革がどのようなプロセスをたどって遂行されたのだろうか。

（一）一九八〇年代の証券行政

一九八〇年代に入り、わが国証券市場は急速に規模を拡大させ、

世界的なプレゼンスを高めた。とりわけ八〇年代後半には、外国証券会社の参入が相次ぎ、東京証券取引所に会員権の開放を求めた。その結果、東証は一九八五年から九〇年まで三次にわたって会員枠を広げ、一九九一年三月末には、外国証券会社は五〇社（うち東証会員二五社）を数えた。

この時期の証券行政は、国際的市場として発展していくために克服すべき課題の解決に注力した。それは、証言の中からもうかがえる。例えば、インサイダー取引規制、株券大量保有状況の開示制度、株式公開制度の改善など（「取引の公正性と市場透視性」の向上）、有価証券の定義の見直しや銀行・証券の業際問題の解決など（金融の「証券化」、「自由化」への対応）、社債発行市場改革や株価指数先物・オプション市場の創設等（証券市場の「効率性」の向上）等の措置に言及が及んでいる。

（二）証券行政の転換

ところが、一九九一年夏に露見した「証券不祥事」^(三)によって、大蔵省の証券行政の在り方が根本的に問い直されることになった。その発端は二年前の一九八九年九月にさかのぼる。当時、国税当局の査察をきっかけに大和証券の損失補填が明るみに出た。そのため大蔵省が大手および準大手証券に検査を行ったところ、「飛ばし」と俗称される行為がかなり広範囲にみられた。その経緯は次の様だった。

「財テク目的」の特金・ファントラ勘定で大手証券や信託銀行が

目標利回りを提示して一任運用していた顧客企業(仮にA社とする)の保有株が、一九八七年一〇月のブラックマンデー(世界的な株価急落)により含み損を抱えることになった。そこで、当局は特金・ファントラの評価方法を「時価(低価法)」から取得原価主義との選択制に変えた。これを奇貨として証券会社が間に入って評価損の出ている株式を決算期の異なる別の会社(X社)に移し替える(これを「飛ばし」と称した)ことで評価損の顕在化を回避したのである。

つまり、証券会社は損の出た株式を引き取った時点でA社の損失を補填したのである。証券会社はその損失をX社に「飛ばし」という形で、自らの損失の表面化を回避、簿外負債化したのである。大和証券の事件は、A社、B社と、次々に損失を補填してはX社に飛ばし、その簿外負債が多額(約一〇〇億円)に上ったので、X社に子会社の不動産株を簿価(安値)で売って他の金融機関に時価(高値)で買ってもらうことで、金利分も含め約一〇六億円を渡し、引き換えに含み損を抱えた株式を引き取った、という事件であった。この一〇六億円は、法律行為としては、X社への「金銭消費貸借債務の履行」であって、株式の引き取りは「担保物」の回収である。

こうした行為を放置すると、証券会社に簿外負債が累積し、財務悪化につながる恐れがあり、大蔵省は一九八九年二月二六日、証券局長名で通達「証券会社の営業姿勢の適正化および証券事故の未然防止について」(蔵証第二一五〇号)を本省監理会社二二社に発

した。

その内容は、①損失補償による勧誘はもちろん、事後的な損失補填や特別の利益提供も厳に慎むこと、②持株会等を対象とする場合を除き、公募株等の「親引け」は行わないこと、③証券会社の特金勘定取引(いわゆる「営業特金」)は投資顧問業者に移管すること、④上記を含め、内部管理体制を点検することとした。内部点検の結果は九〇年三月までに報告することになった。その結果、一九九〇年三月末現在、大手四社の損失補填は一二八三億円(うち通達前の分が四割)という報告がなされた。

この通達は「新規の損失補填は行わないこと」未処理の「飛ばし」は損失補填として報告させ、それが実質的に自らの簿外負債である以上、期末三月決算で処理する、という意味である。したがって、通達後の分(六割、約七七〇億円)は、損失補填分を簿外に飛ばした結果、生じた負債を履行したものであって、新たに行った損失補填ではなかった、ということになる。^(五)

ところが、一九九一年七月二九日、大蔵省に提出された損失補填先リストが明るみに出て、証券会社はもとより大蔵省も批判を受けることになった。通達後の九〇年一―三月に出た約七七〇億円分も、「営業特金」を解消するため大蔵省の黙認のもとで新たに行った損失補填である、という誤解が生まれ、これが世間一般に流布した。

一九九一年一〇月、証券取引法が改正され、事後の損失補填も禁止、その温床となった「営業特金」すなわち証券会社の一任勘定取

引も原則禁止となった（九二年一月施行）。

（三） 公正確保法と証券取引等監視委員会の設置

証券不祥事発覚直後の一九九一年九月、臨時行政改革推進審議会は「証券・金融の不正取引の基本的な正策に関する答申」を公表した。不祥事は証券界だけではなく、富士銀行、東海銀行、協和埼玉銀行等の「不正融資」が露見するなど金融界でも見られたのである。この答申では大蔵省内に「証券・金融検査委員会（仮称）」を設置することが主張されていた。^(六)

他方、証券取引審議会は審議を開始し、一九九二年一月答申^(七)を公表した。それによれば、証券不祥事の根底には「証券市場における適正な競争が十分ではなかった」こと、それは「行政の姿勢が業者の保護育成に傾いたままで、業者も行政に依存する体質にあった」ためだとした。

そこで対策として、(1)株式等委託手数料を大口取引から自由化を図る、(2)証券業免許基準を具体化・明確化し、新規参入を促進する、(3)投資信託委託業務の新規参入の設立母体に投資一任会社を新たに認めていく、(4)主要な通達を法令化する、(5)自主規制機関の機能強化等を図る、の五項目が提言された。

この答申に沿って、一九九二年六月「公正確保法」^(八)が成立した（七月施行）。この法律により、証券取引等監視委員会が同年七月に発足した。また、通達の法令化^(九)（もしくは自主規制への移行）による行政の透明化、日本証券業協会を大蔵省の認可法人とすることで自

主規制機能の強化が図られた。こうして、それまでの保護的・育成的な証券行政、言い換えれば「護送船団行政」は、証券取引等監視委員会が大蔵省証券局の検査機能の大部分を分離・移管^(十)させることで、ルール遵守状況の監視、違反に対する厳正な対処へと転換した。「護送船団行政」はもともと銀行行政でとられてきた手法であり、それが一九六五年の免許制時に証券行政にも取り入れられたのであるが、それへの疑問や批判は「不良債権問題」の処理において、銀行行政にも向けられていく。

（四） 不良債権問題

一九九〇年代後半に入ると、①不良債権に絡んだ破綻金融機関処理、②金融システム改革、③大蔵省改革（行政改革）という異なった課題が同時並行的に進行する。

バブル崩壊後、一九九〇年代も半ばになると金融機関経営の悪化が深刻となり、金融システムが危機的状況に陥っていく。金融機関破綻の事後的処理は、これまで大部分が救済合併によって行われてきた。ところが、救済側金融機関にとって規模拡大のメリットがなくなる一方、株価の低迷で含み益も失われ救済の体力もすり減っていく。その結果、一九九四年には受皿機関を設立して破綻金融機関の営業を譲渡、そこに預金保険から資金援助を行う方式が取られるようになる。^(一一)

一九九五年六月、大蔵省は金融機関破綻処理の基本原則を打ち出した（「金融システムの機能回復について」）。それは、預金保険の

発動について「要件」^(二二)つきながら資金援助方式を先行させる、資金援助による合併・事業譲渡が不可能の場合には、受皿銀行の設立などで対応する、というものであった。

九五年一二月の大蔵大臣談話『金融行政の転換』は、これまでの保護的規制行政から市場機能重視の行政への転換と、金融機関経営の自己責任意識の徹底の重要性を強調し、「早期是正措置」導入の必要性を説いた。

こうして一九九六年六月には「健全性確保法」^(二三)と「預金保険法改正」が成立した。「健全性確保法」は、護送船団行政を転換し自己資本比率をトリガーとする「早期是正措置」を導入した（九八年四月から適用）。「預金保険法改正」は、特別保険料の徴収規定を導入し、ペイオフを超える資金援助を可能とした。

(四) 金融システム改革と金融監督庁の設置
上記のような金融行政や証券行政の方針転換、行政機構の改革とは別に、八〇年代から続いてきた「規制緩和」の動きが、この時期に加速していく。

一九八三年に発足した臨時行政改革推進審議会は一九九三年に解散し、一九九四年一月、行政改革を積極的に推進するため、新たに「行政改革推進本部」が設置された。政府全体の規制緩和を推進するなかで、大蔵省も証券分野の規制緩和の見直し作業を進めた。一九九五年三月には、「規制緩和推進計画」が策定、閣議決定される。規制緩和推進計画は、「行政改革委員会」（一九九四年一二月設置）

の監視結果に基づき、毎年、改訂されることとなる。

一九九六年三月、大蔵省は「証券分野の規制緩和について」を公表、続いて六月には証券取引審議会に「総合部会」^(二四)を設けた。その渦中の同年一月、第二次橋本内閣は六大改革を提唱し、すでに準備が整いつつあった金融システム改革の先行を指示した。^(二五)

一九九七年六月、証取審・総合部会の審議結果がまとまり、報告書「証券市場の総合的改革」が公表、これに沿って大蔵省は「金融システム改革プラン」を発表した。

他方、行政改革では、一九九六年一二月「行政改革プログラム」が策定され、この中に「金融行政機構などの改革」が盛り込まれた。中央省庁の再編は二〇〇一年一月に結実するが、これに先行して「金融監督庁設置法」が成立（一九九七年六月）、翌九八年六月、金融監督庁が発足した。同庁は、①証券取引等監視委員会を傘下に置き、大蔵省から金融検査部を受け継いで「検査部」とした。また②大蔵省の銀行局・証券局・保険部から監督機能を移管し「監督部」とした。大蔵省には企画・立案機能を残し「金融企画局」とした。企画・立案（ルール作り）と検査・監督（執行）を異なる官庁に分担させることで執行の中でルール作りをする裁量行政の悪弊を断つためとされた。^(二六)もつとも、金融機関の破綻処理が信用秩序の維持に重大な影響を与える可能性があるため、大蔵省と金融監督庁との協議、連携の規定がおかれた。

(五) 金融ビッグバン

一九九八年は「金融ビッグバン」の呼称にふさわしく、金融危機対応の枠組み、金融行政機構の改革、金融システム改革が同時に結実する。

【金融危機対応】

金融機関の含み益は、保有株の益出し売買の繰り返しでほぼ尽き、一九九七年秋には三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券と経営破綻が続いた。さらに「早期是正措置（九八年四月発動）」を目前にして九七年末から急速な貸し渋りがはじまる。加えて「ジャパン・プレミアム」が急上昇した。海外から日本の金融システムへの不信任が高まっていたのである。^(二七)

こうした事態に対し、一九九八年二月、金融危機対応として「金融機能安定化二法」^(二八)が成立した。「金融安定化法」は、「健全行」を含む一般金融機関への公的資金注入を可能とした。また「改正預金保険法」は、預金保険機構による政府保証債の発行による財源の拡充と、破綻金融機関に対するペイオフを超えた資金援助を可能とした。しかし「安定化法」による資本増強額は二・一兆円強（九八年三月実施）にとどまった。

九八年七月から始まる第一四三回臨時国会は「金融国会」と呼ばれ、「金融再生法」と「早期健全化法」の審議が集中的に行われ、両法案は同年一〇月に成立した。^(二九)「金融再生法」は、金融機関破綻処理の基本原則を改めて明示したうえで、金融機関の貸し手機能の^(三〇)

保全と借り手保護を目的に加えた。そして、破綻銀行の金融整理管財人による管理、承継銀行（ブリッジバンク）、一時国有化などの特別公的管理を導入し、破綻金融機関処理の枠組みを整備した。

「金融再生法」付則により九八年二月の「安定化法」は廃止され、これに代わる新たな資本増強策を導入したのが「早期健全化法」である。「金融安定化法」は、公的資金注入先として健全行に限定していたのに対し、「早期健全化法」は、資本増強が必要（過少資本）であるとともに破綻の危険が大きくない金融機関にも枠を広げた。その結果、公的資金注入先と資本増強額は拡大した。^(三一)金融再生法適用により九八年一〇月に日本長期信用銀行、一二月に日本債券信用銀行が特別公的管理下に置かれることとなった。

そして二〇〇〇年の預金保険法改正により、時限立法であった「金融再生法」と「早期健全化法」の規定は恒久化され、破綻金融機関の処理を含む金融危機対応の枠組みが確立したのである。

【金融庁の発足と「財金分離」】

「金融再生法」と「早期健全化法」の運用に関する権限と事務を所管する「金融再生委員会」は一九九八年一二月に設置された。金融再生委員会は「金融監督庁」を傘下に置いた。金融機関の破綻処理や金融危機管理にかかわる企画・立案の所管については、議論があったものの大蔵省金融企画局との共管となった。^(三二)

不良債権問題の解決のめどは二〇〇〇年としていたことから、金融再生委員会は二〇〇〇年までの時限的な機構とされた。金融庁設^(三三)

置法（一九九八年一〇月）に基づき、二〇〇〇年七月、金融監督庁に大蔵省金融企画局が統合されて「金融庁」が設置された。

二〇〇一年一月の中央省庁の再編に先行して、大蔵省から金融関係部局はすべて「金融庁」に移管され、大蔵省は「財務省」となった（「財金分離」）。金融庁の機構組織も、旧大蔵省の銀行局、証券局、保険部といった縦割り型組織から「企画局」、「検査局」、「監督局」と機能別組織編制に変わった。

【金融システム改革】

「行政改革委員会」の監視の下で年度ごとに改訂されてきた「規制緩和推進計画」は、一九九八年度から二〇〇〇年度までの三か年に行うべき「規制緩和推進三か年計画」としてまとめられ、閣議決定をみた（一九九八年三月）。「計画」には証券三二項目、金融二三項目、保険一二項目が含まれた。そのうち二一項目が「金融システム改革関連法案」に盛り込まれ、一九九八年六月成立し、一二月施行された。

二〇〇〇年代以降、現在に至る、金融・証券行政、金融行政機構、金融・証券システムは、それまでとは全く異なるものとなった。その原型は一九九〇年代とりわけその後半に様々なプロセスを経て形成され、二〇〇〇年に完成を見たのである。

一、証券取引所

証券取引所からは鶴島琢夫氏と堤多喜男氏からお話を伺った。鶴

島氏は東京証券取引所社長、堤氏は大阪証券取引所専務理事を歴任された。

名古屋証券取引所については、安藤正敏氏（安藤証券会長）が取引所理事会議長、木村茂氏（木村証券会長）が取締役を兼任されており、名証に關してもお話を伺った。そのほか、地方証券取引所については定登氏（札幌証券取引所専務理事）、間瀬廣久氏（新潟証券取引所業務部長）、小西雄二氏（福岡証券取引所専務理事）には座談会へのご出席を要請しお話を伺った。

一九四九年五月に証券取引所が再開、翌年四月に札幌証券取引所が開設されて、東京、大阪、名古屋、京都、広島、福岡、新潟、札幌、神戸の九証券取引所が揃った（以下、東証、大証、名証、京証、広証、福証、新証、札証、神証と略）。

その後、神証の廃止（一九六七年）、東証による広証、新証の合併（二〇〇〇年）、大証による京証の合併（二〇〇一年）により五つの取引所となった。また東証と大証の経営統合により日本取引所グループが誕生した（二〇一三年）。これと同時に、現物市場は東証に、デリバティブ市場は大証に統合され、大証は「大阪取引所」に商号を変更した。

（一） 地方証券取引所と地方証券会社

図表一は、一九五〇年から二〇〇〇年までの証券取引所の売買代金シェアを五年ごとに見たものである。東証、大証、名証以外の地方証券取引所（以降、地取と略）については合算している。これに

図表 1 証券取引所別売買代金シェア (%)

年	東証	大証	名証	地方
1950	55.17	27.57	6.68	10.58
1955	64.21	22.44	5.47	7.88
1960	62.17	29.37	4.58	3.88
1965	69.25	24.64	3.02	3.09
1970	76.08	19.93	2.90	1.09
1975	82.03	14.71	2.37	0.89
1980	86.55	10.36	2.36	0.73
1985	83.17	13.25	3.05	0.53
1990	80.52	15.45	3.15	0.88
1995	72.14	21.34	4.72	1.80
2000	85.65	11.94	2.37	0.04

注1) 1961年10月、東証・大証・名証に2部市場、開設

2) 地方証取の数値には、神証は1967年10月まで、新証と広証は2000年3月まで、京証は2001年3月までが含まれる。
出所) 東証統計年報。

よると、一貫して東証シェアが上昇していることがわかる。その結果、東証の会員権を持たない業者（非会員および東証以外の証券取引所単独会員）も東証での取引執行を余儀なくされたが、東証での取引には二つの選択肢があった。「同業取引」と「つなぎ取引」である。

【同業取引】

「同業取引」とは、東証会員権を持つ業者と「母店契約」^(二五)を結び、当該東証会員業者の場電店に注文を取り次ぐことを指す。この場合、東証の受託契約準則により委託手数料の六割の特別料率（一九六〇年に五割に引下げ）^(二六)が課せられる。他方「株券等の運送・通信費」の実費負担名目で一〇%以内の割り戻し規定があるが、「同業取引」は、東証非会員にとって非常に重いコストを意味した。しかし、地

取単独会員の場合には今一つ、課題があった。

証券取引所には「市場集中義務」^(二七)があつて、当該取引所会員業者に上場銘柄の場外取引を禁止している。したがって、例えば東証との重複上場銘柄について、非会員業者は「同業取引」の母店契約を東証会員業者と締結していれば、東証へ発注することができるが、地取単独業者にはそれができないのだった。

ところで、他の証券取引所の会員権も持っている業者には、市場集中義務に例外規定が適用された。つまり、地取会員業者のうち東証会員権を持つ業者は、東証に発注することを禁止されていなかった。そこで、地取単独会員にも重複銘柄の東証への発注を可能にするために導入されたのが「特別会員」^(二八)制度である。

【つなぎ取引】^(二七)

「特別会員」とは、一般顧客とは取引せず「正会員」とのみ取引できる会員業者をいう。^(二八)特別会員は地取において正会員を相手として売買すると同時に、当該売買に該当して他の証券取引所（例えば東証）において売買を執行する。実際上は、例えば東証で執行できた約定内容を地取での約定内容として届け出るのである。この一連の取引を「つなぎ取引」、特別会員を「つなぎ機関」^(二九)と称した。

このつなぎ取引により、重複銘柄についての「市場集中義務」による制約はクリアできる。またつなぎ機関が東証会員権を持つっており、地取での売買に該当して東証で自己売買により執行すれば（これを「つなぎ自己」という）、委託手数料の問題もクリアできる。

しかし、特別会員が東証の会員権を持っていなければ、東証会員に委託発注（これを「つなぎ委託」という）せねばならず、委託手数料の実収入は四割（のちに五割）にとどまって収益上の困難を脱することができないのだった。

そこで札幌、新潟の有力な地取単独会員業者が先導して共同出資の証券会社を作り（のちに福岡も加わる）、これが東証会員権を得て「つなぎ取引」を行うこととなった。これが「日本協栄証券」（現「証券ジャパン」）である。同社の設立は一九五九年、東証会員権の取得は一九六〇年であった。札幌、新証、福証に特別会員として加入し、「つなぎ自己」が可能となったのは一九六二年五月である。^(三〇)

その後、日本協栄証券は、名証の特別会員に加入（一九六五年八月）、同様に広証（一九七四年一〇月）、京証（一九八〇年七月）に加入した。

（二） 地方証券取引所の存在意義

東証、大証の中央市場へ取引が集中した理由として、株価情報の伝達手段の発達があげられる。

一九五四年に短波放送が市況放送を開始、東証や大証など中央市場の株価情報が地方にも伝わって、重複上場銘柄の株価が一元化された。それまでは隔地間の株価の値開きに注目した「裁定取引」の機会があり、裁定取引の片側にある地取に出来高が加わった。それが減少したのである。

第二に、一九五五年ごろにはすでに全国的な営業網を築いていた大手四社に追随して、準大手・中堅証券も地方に営業網を構築すべく、地方業者を吸収合併した。その結果、地取本店会員が東証や大証の会員権を持つ準大手証券等の支店会員に振り替わった。一九五五年時点では、札幌を除く八取引所すべてで本店会員の方が多かったが、一九六〇年の株式ブーム期を迎えるころには、東証、大証を除き七取引所で支店会員の方が多くなっている。

この時期に準大手等が全国的な営業網の構築に乗り出したのは、投資信託委託業の兼営免許を取得するためであった。準大手等にとって、投信業務への進出は大手四社に伍していくうえで必要不可欠だったが、投信委託業務の免許基準は、運用力よりも販売力におかれていた。当時、地方の証券業協会は他地域からの出店を制限しており、地方への営業網の構築は既存の地方証券会社の買収以外に道がなかったのである。

この結果、重複銘柄の東証、大証への発注が増えていき、一九五五年から一九六〇年にかけて大幅なシェア低下が起こった。こうした状況に対し、先述のように地取単独会員の間から「つなぎ機関」を通じて東証へのアクセスを確保する動きが出たのだが、このことは地取問題の根本的解決にはならなかった。

証券取引審議会「株式流通機構の整備改善について」^(三一)（一九六七年七月一〇日）は、証券取引所の存在意義として、①需給の集中、②価格形成機能、③会員証券会社の存在、④上場銘柄の存在を挙げ

図表2 地方証券取引所の単独上場会社と会員数（1955年、60年、65年）

	1955年	1960年	1965年	1955年		1960年		1965年	
	単独上場			本店会員	支店会員	本店会員	支店会員	本店会員	支店会員
新潟	12	12	10	13	5	6	9	5	9
札幌	10	9	10	4	5	2	11	2	12
福岡	7	7	6	14	7	6	14	1	18
広島	7	8	6	12	6	6	9	5	10
京都	6	6	2	17	8	9	11	7	12
神戸	4	6	0	20	7	16	11	8	13

出所)『証券ジャパン 70年史』p180-183. より一部抜粋。

ている。まず、「つなぎ取引」は東証などで執行された取引内容を地取に報告しているだけであり、需給が地取に集中しているわけではない。また、写真相場であって独自の価格形成機能を持つものでもない。そこでこうした「つなぎ取引」など実商いとは言えないものを除くと、地取六取引所のシェアは一九六五年当時、三・〇九％ではなく〇・六％程度に落ちる(三三)のであった。

そこで、先ほどの証取審報告書では、地方証券取引所に加入することに実益を感じない会員（支店会員）や重複上場しておくことを希望しない企

業がある場合に、地方証券取引所が存立を図ろうと脱退や上場廃止しないように無理に引き留めておくようなことがあれば、売買管理の面で厳正が保持できなくなり、証券取引所としての存在意義を自ら否定することになる、と指摘する。図表二は、地方証券取引の単独上場会社、本店支店別の会員数を見たものである。このうち単独上場会社がゼロの神戸証券取引所が一九六七年一〇月、解散することになった。

(三) 大阪証券取引所のシェア低下と市場振興策

一九六五年以降になると、大証のシェア低下が顕著となる（図表一）。一九六五年に大証シェアは二五％あったが、七〇年に二〇％、七五年に一五％、八〇年には一〇％台へ急速に落ち込んだ。これには二つの要因が作用している。

第一に、大手四社を中心に第一次オンラインが完成し、全国の営業店端末から証券取引所内ブースに専用回線を通じてダイレクトに注文伝票が数秒でアウトプットできるようになった。この結果、遠方から東証への発注にかかる時間差や通信コストの差がほぼ消失した。第一次オンラインの稼働は大手四社では一九六八年ごろから始まっている。

第二に、一九七四年九月からQUICKビデオがリアルタイムで東証・大証の株価を提供するようになった。かつての短波放送の市況情報は、銘柄を順番に読み上げていくので株価情報は一日に数回だけ報道されるだけであるが、全国どこでもビデオ端末があれば

継続的に株価情報が入手できるようになった。この結果、重複銘柄はリアルタイムで一か所に一元化され、ますます東証への集中を加速させた。

これ以降、大証のシェアは、売り買い両建ての「クロス商い」があるときに膨らむ程度で実質一割程度となった。この時期から、大証は市場振興策を打ち出す。一九七一年に「大阪証券市場特別委員会」が設置され、会員業者に関西での受託はできるだけ大証で執行するよう要請するだけであった。しかし一九七六年に坂野常和氏（元証券局長）が「証券取引所一本化構想」を打ち出すと、大証はこれに對置する形で地取を含む全国の証券取引所を回線つなぐ「ITS構想」を提示する。一九八二年には全国証券取引所協議会で議論のテーマとなるが、各証券取引所間の合意が得られず立ち消えとなった。

この結果、大証の市場振興策は、東証への取引流出防止に重きを置くのではなく、「新二部市場」の開設（一九八三年一月）、「立会一〇分繰上げ」（一九八四年十二月）など独自性を打ち出す方向へ転換した。そして、戦後長らく禁止されてきたデリバティブ市場に活路を見出すのである。

（四）デリバティブ市場の開設

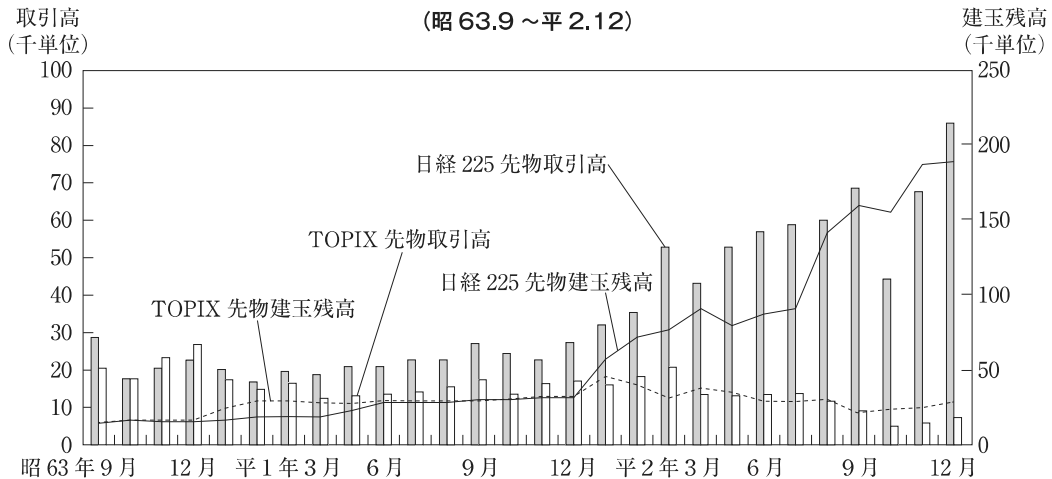
一九八〇年代に入って、国債大量発行と株式市場の機関化の進展、さらに国際的市場としてのプレゼンスの向上を背景に、まず東証に「債券先物市場」が開設された（一九八五年一〇月）。株式について

は機関投資家のニーズを考慮して取引対象としては「株価指数先物」を本命視していたが、指数先物は「有価証券」ではないため、証券取引法の改正を要した。⁽ⁱⁱⁱ⁾しかし、大証は、東証に先行して市場を開設することにこだわった。

一九八四年、現行法の枠内でできる指数先物と同様の効果を持つ取引は何か、研究を始めた。その結果、一九八七年六月日経二二五指数と連動性の高い五〇銘柄からなる株式パッケージ「株先五〇」を対象とする先物取引（「株先五〇」）を開始した。次いで一九八八年五月の証取法改正を受けて、同年九月大証は日経二二五先物、東証はTOPIX（東証株価指数）先物を開始した。

両先物取引の出来高はほぼ拮抗し、建玉はTOPIX先物の方が多かったが、大証が東証より四か月早く日経二二五オプション取引を開始すると（八九年六月）、これを契機に日経二二五先物の建玉がTOPIXを上回るようになった。一九九〇年に入ると、TOPIXの出来高と建玉は減少に転じ、逆に日経二二五先物は急速に増大、取引が日経二二五にシフトしたことがうかがえる（図表三）。そして一九九一年には、日経二二五オプションの出来高がCBOEのS&P一〇〇オプション取引を抜いて、日経平均株価（日経二二五）先物市場とともに取引代金ベースで世界一となった。

先物市場の拡大はバブル崩壊直後の現物市場の不振と重なった。この現象を見て、現物市場の株価下落や出来高縮小の原因は、先物市場にあるとする「先物市場悪玉論」がマスコミなどに流布し始め

図表3 日経225先物取引の動向（取引高、建玉残高）
（昭63.9～平2.12）

(出所)『大阪証券取引所史』第4巻、p132

た。大証は「悪玉論」を是認したのではなかったが、世論に押される形で九〇年八月から規制措置を導入した。このうち委託手数料の引上げが最も効果を発揮して、九二年四月から日経二二五先物取引はシンガポール市場にシフト、大証の日経二二五先物取引は減少し始めた。しかし、大証の先物取引への批判はよまなかった。

一九九二年八月の総合経済対策に「先物取引の商品性の見直し」が入り、大蔵省も「先物取引の在り方」を公表して、大証は「加重平均型指数の先物取引」を導入することになった^(三四)。他方、東証と大証は理事長名で「先物取引の在り方について」を公表した。これによれば、「現物は東京、先物は大阪が中心的な機能を担う」こと、「加重平均型の新先物が市場に定着するまで日経二二五の取引を継続する」ことが確認された。東京は現物、大阪は先物の中心市場という現在のわが国証券取引所のすみわけが、この時に確立した。

(五) 東証会員権の開放と「同業取引」等の減少

一方、一九八〇年代の国際化の進展は、欧米各国からの東証会員権の開放要求を強めた。一九八六年から東証は段階的に会員枠を拡大した。新たに四二社が東証会員権を得たが、内訳は外国会社は二五社、内国会社は一七社であった^(三五)。つまり、国内の東証非会員一七社が東証会員となり、「つなぎ取引」や「同業取引」は減少して、受託側の東証会員業者の減収要因となった。

同業取引の受託は、東証会員のうち中小証券に多かったが、これから中小の東証会員業者はまた、株式ディーリング益への依存度も高

かった。東証の現物取引の流動性は高く、しかも気配値情報も会員業者に限られていたからである。そうした会員権の持つ「独占的利益」が急速に希薄化したことは、中小の東証会員業者の業務多角化を一層促進することとなった。

一九九八年の金融システム改革（日本版ビッグバン）により、証券取引所の「独禁法の適用除外」は撤廃された。市場集中義務や会員枠の設定はできなくなった。また気配値情報も公開されるようになった。これまで享受してきた東証「会員権」のもつ独占的利益はほぼ失われたのである。

他方では、「テリトリイ制度」も撤廃され、地域的制約にとらわれることなく企業は上場先取引先を選べることになった。地方証券取引所は、上場会社の発掘に際して「テリトリイ制度」の保護を享受できなくなったのである。

三、証券会社の機械化・システム化

証券会社の「システム化」については、大隅偉延氏（大和総研運営統括部長）、村住直孝氏（野村証券副社長）、桑島正治氏（日興コーディアルグループ社長）からお話を伺った。

ところで、証券会社の機械化は、証券取引所の機械化と同時に始まっている。戦前と異なって現物取引に限定された証券取引所では、約定後の清算事務や株券受渡しには多大な労力を必要とし、機械化による合理化の必要性を痛感させた。このことは証券会社にとって

も同様であった。一九五五年に東証と大手証券会社とともに「パンチカードシステム（PCS）」による計算事務の機械化を始めるのである。

その後、証券取引所は、精算・決済業務、価格情報の伝達、^(三六) 売買約定の順序で機械化・システム化を進めていった。株式に関しては証券会社の機械化は証券取引所の機械化とほぼ並行して進むのである。

しかし、公社債市場については幾分、違っていた。公社債は、銘柄数がきわめて多く、店頭仕切り売買が中心のため、ポートフォリオ管理、在庫管理のシステム化が不可欠となっている。大量国債発行が始まる一九七〇年代には、公社債業務に関する証券会社の機械化・システム化が急速に進展する。このため奥本英一朗氏（大和証券副社長）、沖津正恒氏（野村証券公社債情報管理室長）からもシステム面でのお話を伺った。

（一）事務処理の機械化

証券取引所と証券会社の機械化は、一九五五年、「UNIVAC 一二〇」の導入から始まる。証券会社に関していえば、約定後の事務処理の合理化が課題であった。具体的な事務フローは次の様である。

営業店が注文伝票の内容を電話（またはテレックス）で株式部に伝え、注文伝票は場電店経由で立会場の場立ちへ手渡される。約定後は、その逆の経路で約定伝票とその内容が伝えられ、発注元の営

業店の注文伝票に約定内容を記載、これをもとに営業員が顧客に報告し、約定確認をとる、という流れである。そして営業店では、取引報告書や顧客勘定元帳、保護預り有価証券明細簿や現金出納帳などの法定帳簿を作成する。

約定内容は、証券取引所や日証金での決済、顧客との決済に必要な情報で、決済の前段階で照合と確認が行われる。株式の出来高増加とともに約定後の事務処理は煩雑となる。四日目決済という時間的制約の中、手作業で処理することは物理的に限界となり、一九五五年ごろから、コンピューターを導入して株式部に集まった約定伝票をもとに集中的に機械処理するようになった。

レミントンランド社の「UNIVAC 110」を東証と野村証券が導入したが、これが日本に最初に輸入されたコンピューターとされる。電子式計算穿孔機と呼ばれるもので、約定内容をカードに穿孔し、この穿孔を機械が読み取ることによって高速かつ集中的に処理し、「帳票」が作成される仕組みになっている。同様に証券取引所や日証金も清算・決済段階で必要な市場出来高の計算を同様のパンチカードシステムで機械処理した。

その後、証券会社では、株式のみならず投資信託、継続投資など業容の拡大とともに事務処理量が増大し、コンピューターも増設、最新のコンピューターへと更新されていった。こうして、本社に機械を設置して約定に関する支店事務を集中処理し、事務の合理化を図ったのである。

(二) 第一次オンライン

証券会社の第一次オンラインは、一九六八年ごろから始まる。各支店にOMR（光学式マーク読取装置）とテレタイプが設置された。^(三六)支店の営業員が注文内容をOMRで読み取らせると、専用回線を通じて取引所ブースの印刷装置に注文伝票が印刷される。

他方、約定後の事務処理については、すでに「帳票作成」など本社で集中処理が行われていたが、これに加えて、各営業店にある一般口座の顧客データを中央コンピュータで一元的に管理する「総合口座ファイル」が開発され、営業店の「元帳」は廃止される。営業店はテレタイプ等の端末から中央コンピュータに接続、「総合口座ファイル」から顧客情報を取り出せるようになった。

(三) QUICKの設立

一九六八年夏、日本経済新聞社を中心に、証券取引所のコンピューターと連動してリアルタイム株価を全国に発信、同時に企業の業績予想、ニュース等、投資家にとっての参考情報も伝達する民間機関の設立が企画された。その構想が実って、一九七一年一〇月、証券界の全面的な支援の下で「市況情報センター（QUICK）」が設立された。

まず、「QUICKデオI」による相場報道システムが稼働した（一九七四年九月）。QUICKのコンピューターと東証、大証のコンピューターは直結しており、東証、大証の株価情報が立会場壁面に表示されると同時にQUICKのコンピューターにそれが

ファイル化され、ビデオ端末からの問い合わせに瞬時にこたえる、という仕組みである。

一九七八年から稼働した「ビデオⅡ」は一つの画面に複数の情報を出し出すことができ、罫線表示やニュースの配信なども可能になっている。^(三九)

(四) 第二次オンライン

第二次オンラインは、一九八〇年ごろに野村証券から順次、稼働させていった。野村証券の場合、第一次オンラインとの最大の違いは、異機種のホストコンピューターによる分散処理を採用したことであった。この時期になると、国債の大量発行で債券市場は拡大の一途をたどった。債券取引は株式と異なって、銘柄数がきわめて多く、かつ店頭取引が中心で受発注・執行と約定後の事務処理が株式とは異なるのである。これを一台のホストコンピューターで処理するのは物理的に困難、と判断されたのである。

今一つの違いは末端の営業員二～三人に一台の割合でディスプレイ端末を割り当てて、中央のコンピューターから個々の支店営業員が様々な情報を引き出せるようにしたことである。この結果、営業員自らが自席で注文入力、顧客情報照会、商品情報照会ができるようになった。

【債券システム】

債券取引は株式と異なって、約定の前段階で種々の計算・判断を伴う。店頭仕切りが中心であり、顧客へのプライシング一つとって

みても、クーポンや残存期間、減債条項の有無など銘柄属性データから算出せねばならず、コンピューターが不可欠である。

そこで第二次オンラインの稼働に先立って、リアルタイムの債券在庫管理システムを構築、顧客に即時に気配提示できるようにした。このシステムは一九七五年から七七年にかけて構築された（野村は「BICS, Bond Inventory Control System」、大和は「BIS, Bond Trading System」）。債券取引は、ディーラーが在庫管理システムに支援されて相場システムに入力、これを営業部店のトレーダーが端末から相場表を参照して顧客と取引する、という流れになる。

他方、顧客にとっても、時間の経過とともに保有債券の満期構成や利回りが絶えず変動する中、数千銘柄に及ぶ債券ポートフォリオの現状を把握することは重要かつ複雑であった。こうした機関投資家向けに保有債券管理の支援システム（時価、損益管理、決算作業、検査対応）が構築された（野村の「ボンドMIS, Bond Management Information System」、大和の「TBA, Total Bond Analysis」、日興の「NBA, Nikko Bond Analysis」）

【海外拠点システム】

一九八〇年代に入ると、海外からの対日証券投資が拡大、海外拠点にも株式、債券相場等の情報伝達、さらにはオンライン端末から対日投資の注文入力が可能な通信ネットワークが構築されていく（野村のCOMPASS）

【情報系システムの拡大】

一九八二年の通信自由化により、証券会社と他社端末をオンラインで直結することが可能となった。他社向け情報提供を目的とするシステムの開発が行われるようになり、機関投資家向けには野村の「CAPITAL」、大和の「ダイレクトオンラインサービス」などが現れる。一九八六年には東証相場システムと会員証券会社のシステムが直結、端末機からリアルタイムで価格情報やチャートが出るようになる。

以上のように、第二次オンラインの構築が完了すると、営業支援情報システムのほか、投資情報システム、対外接続システム、海外店システムの開発へと進んでいった。

(五) 第三次オンライン

第三次オンラインは、一九八八年に野村証券が先行、稼働させた「(新営業店システム)」。その主眼は、顧客の総合管理、トレーディング機能の強化、営業店のシステム化の徹底、グローバル体制の支援にあった。第一次、第二次オンラインは事務処理の効率化・省力化に力点があったが、第三次オンラインは顧客基盤の確立や国際的総合金融会社へ脱皮するためのインフラ構築とされた。^(四〇)

第二次では、一つのホストコンピュータで管理できないため株式、債券、投信など複数の口座を複数のコンピュータで管理していた。第三次では、ホストコンピュータから端末に至るまで異機種と接続可能な「OSI (開放型システム間接続)」の技術を取り

入れた。また営業店端末に「ワークステーション」を導入し、マルチ処理、マルチウィンドウが可能となり、顧客情報とマーケティング情報の一元化が可能となった。

具体的には継続投資商品を除いて株式、公社債、投信、オプション、先物などすべての商品の預かり、精算の業務処理が一つの口座(新一般口座管理システム)でできるようになった。この口座管理システムがのちの「証券総合口座」へと発展していくのである。つまり、顧客情報を見ながら株価情報もチャートも見ることができ、発注や出来通知も一台で可能となった。またトレーディングについても、発注から在庫までスプレッド計算が可能であり、勘定系とトレーディングの同期化もこの時に可能になったのである。

この時期には、証券取引所の清算・決済、価格情報伝達、売買約定の各業務分野での機械化・システム化はほぼ完成し、証券取引所のコンピュータと証券会社のコンピュータの接続も可能となつて、現在の証券市場のシステム化の原型が完成するのである。

もっとも、総合オンラインは第三次までであった。バブル崩壊後、証券会社のシステム環境は「メインフレーム」中心から「分散型処理」へと変化していく。

四、おわりに

冒頭で述べたように、本巻では証券会社を取り巻く経営環境(証券行政、証券取引所、機械化・システム化)についての解題にとど

めた。証券各社からの聞き取り調査に関する解題は、準大手・中堅・中小証券や地方証券について、すでに公刊されているために、詳細はそちらに譲った。また大手四社については山一証券の証言記録を収録できていないため、他日を期することとした。

(注)

- (一) 日本証券経済研究所監修『地方証券史』（金融財政事情研究会、二〇一九年八月）。同監修『準大手・中堅証券史』（同、二〇二二年六月）
- (二) 二上季代司「地方証券とは何か」、深見泰孝「地方証券のビジネスの変遷」（前掲『地方証券史』一章、一四章）および、二上「準大手・中堅中小証券とは何か」、深見「中堅証券の四〇年」（前掲『準大手・中堅証券史』一部、五部）
- (三) ブラックマンデー（一九八七年一〇月の株価急落）後に、大手証券などによって大口投資家への損失補填が行われたこと等が露見した事件である。その後、直ちに証取法が改正され（一九九一年一〇月）、一任勘定取引の禁止、事後の損失補填も禁止された。
- (四) 損失補填の手段として公募株などの親引けを用いたことがあった。
- (五) 新たに損失補填を要求した取引先に対しては、八九年一二月の通達を根拠に拒否した、との報告もあったとされる（本巻三七ページ）。
- (六) 『平成財政史―平成元年度～二二年度―』第六卷「金融」、三四四ページ
- (七) 資本市場研究会編『証券市場の適正な競争の促進等について』財経

詳報社、一九九四年一〇月、所収。

- (八) 正式名は「証券取引等の公正を確保するための証券取引法等の一部を改正する法律」。
- (九) この時に法令化したものとして、「証券会社の自己資本比率規制」や「適合性の原則」がある。
- (一〇) なお、証券会社の検査を行う証券局検査課は、銀行局検査部、国際金融局金融業務課為替検査官室とともに切り離されて、大臣官房金融検査部に統合された。
- (一一) 『平成財政史―平成元年度～二二年度―』第六卷「金融」、五二ページ。
- (一二) 「要件」は、経営陣の責任追求、株主・投資者の負担、合理化計画の策定などである。
- (一三) 正式名は「金融機関等の経営の健全性確保のための法律」。
- (一四) 六大改革とは、行政、財政構造、社会保障構造、経済構造、金融システム、教育の六つの分野における改革である。
- (一五) 『平成財政史―平成元年度～二二年度―』第六卷「金融」、一〇七ページ。
- (一六) 前掲書、一六七ページ。
- (一七) 前掲、一四五ページ。
- (一八) 二法とは「金融機能安定化緊急措置法」と「改正預金保険法」をいう。
- (一九) 正式名は「金融機能の再生のための緊急措置法」、「金融機能の早期健全化に関する緊急措置法」。

- (二〇) 大蔵省「金融システムの機能回復」(一九九五年六月)
- (二一) 『平成財政史―平成元年度―二二年度―』第六卷「金融」二五四ページ。なお、資金増強は一九九九年三月に一五行に七四、五九三億円、以降二〇〇二年三月までに累計総額八六、〇五三億円に上った。
- (二二) 『平成財政史―平成元年度―二二年度―』第六卷「金融」一六七―七〇ページ。
- (二三) 大蔵省「金融システムの機能回復」(一九九五年六月)
- (二四) 『平成財政史―平成元年度―二二年度―』第六卷「金融」四〇一ページ
- ジ
- (二五) 東証と直通電話でつながり発注できる店をいう。
- (二六) この割戻し率は距離や通信費の格差に応じて各証券取引所間に若干の格差がみられたが、「母店契約」をめぐる競争原理が働いて徐々に引き上げられていく。
- (二七) 「つなぎ取引」については『証券ジャパン 七〇年史』二〇一五年三月一七四―一八〇ページ。
- (二八) 才取会員は取引所内で会員同士の取引を「媒介」する。これに対し特別会員は正会員を相手方として自己売買や委託売買を行う。
- (二九) つなぎ機関は、同一取引につき地取と東証で二回の取引を行うこととなり、「売り」に課される有価証券取引税を免除される。
- (三〇) 一九六〇年から六二年五月までの二年間は、札幌、新潟、福岡に支店を設けることができず、三取引所の「特別会員」からの同業取引で東証での売買を執行した。一九六二年に東証、大証、名証に市場二部が開設され、二部市場が併設されない地域の取引所・会員、非会員
- の受ける影響を緩和するため、二部市場へのアクセスを確保する道が模索された。この時に日本協栄証券の出資会社である地取単独会員は札幌・新潟・福岡への地方支店の設置と特別会員としての加入を要望し、認められた(以上は、『証券ジャパン 七〇年史』九〇ページ)。
- (三一) 『第六回大蔵省証券局年報』所収(二四八―二四九ページ)
- (三二) 『証券ジャパン 七〇年史』九三ページ。
- (三三) 一九八八年五月、証券取引法が改正され、株価指数等を対象とする証券先物市場の創設が可能となった(第一二回国会「証券取引法の一部を改正する法律案」『日本証券史資料 昭和統編』第四卷、八七七―一〇四八ページ)
- (三四) 一九九四年二月、加重平均型の「日経三〇〇先物・オプション市場」が大証に開設された。
- (三五) 一九八六年(外国六社、内国四社)、一九八八年(外国一六、内国六、一九九〇年(外国七社、内国三社))となっている。なお、合併により空き枠となった会員権を買い取った事例があり、増枠は四一であった。
- (三六) QUICKビデオ端末の設置が一九七四年から始まる。
- (三七) 一九八二年、二部銘柄の売買システムが稼働した。以降、段階的に銘柄を増やしていき、一九九〇年に発注と約定業務のすべてにコンピュータが導入された。
- (三八) これは野村証券の例だが、大手証券他社もほぼ同様である。
- (三九) 以上は、志場喜徳郎「証券市場の機械化」(有沢広巳監修『証券百年史』日本経済新聞社、一九七八年、所収)。
- (四〇) 『野村証券史 一九八六―二〇〇五』一〇四―一〇七ページ