

坂野常和著

# 『私と証券』

(制作中央公論事業出版, 2004年5月)

小 林 和 子

## はじめに

この一文は「書評」として書くつもりであるが、厳密に言えば「紹介」とすべきものであろう。総頁数560余、本文460頁に上るこの本は、残念ながら私家版であり、「書評」の対象とするには読者が限られる。とはいえ実際に本書を読めば、戦後証券行政の論点が直接の担当者により今なお熱く語られていることに圧倒される。筆者は証券史を専門とする者として、書評の対象としたい気持ちを抑えることはできず、せめても内容の紹介はしたく、異例の私家版「書評」に踏み切った。

坂野氏といえば「坂野通達」となるが、この通達を初めとして数々の改革を試みた、優れた証券行政の体現者である。氏の証券行政官としてのキャリア(1955~1973)は日本の高度経済成長期とはほぼ一致する。アメリカの証券行政では初代SECの委員長は証券業者出身のケネディ(ケネディ大統領の父親)であったが、証券業者出身であることは証券行政担当者の必須条件ではない。証券行政の経済警察的な側面においては証券取引の実務に精通している必要が

あるが、それは組織として具備すべき事柄であり、個々の担当者の問題ではない。個々の担当者の、とりわけ政策の将来的方向性を考えるべき立場の担当者にとって重要な資質は何か。それはこの本の底流となっているような長期的政策判断を可能とする価値観、思考力を持つことではないだろうか。

## 本書の構成と内容

本書は以下に見るように本文全17章に及ぶ大著である。章タイトルを通読するだけで、戦後証券行政のほぼ全ての論点をカバーしていることが分かる。坂野氏の経歴と眼力恐るべし、といって書評を終らせたいという気持ちに駆られる。

- 序章 私と証券行政との関り
- 第1章 間接金融本位の異常な日本経済
- 第2章 証券行政の事始め
- 第3章 アメリカ証券市場の教訓
- 第4章 投資家の権利を侵した投資信託
- 第5章 株価下落と坂野通達
- 第6章 共同証券の設立と証券保有組合
- 第7章 山一証券の危機対策の真実

第8章 証券局発足の光と影

第9章 痛恨 証券行政の失敗

第10章 株バブルを加速した時価発行

第11章 安定株主工作と損失補填

第12章 退任して悟った官僚と経営者への思  
い

第13章 銀行の証券業務参入

第14章 不公正取引排除への挑戦

第15章 証券等監視委員会の設立

第16章 米国型証券行政の五十年

第17章 新証券市場のための七つの提案

内容を大きく分けるとすれば、大蔵省内部で直接に証券行政に携わった時代（第2章～第11章）と、退任後、証券取引審議会等で一步離れて知恵を貸した時代（第11章の一部～第15章）があり、その前後に坂野氏ならではの考察が付されたものである。刺激的なタイトルに目を奪われるが、戦後50年を超える証券行政の歴史を、直接に担当した者の目で一貫して語り、失敗は失敗として強く意識したところが、本書の最大の特徴である。

本文中には資料性を持たせながら、坂野氏の過去の執筆『「証券不況」いつ晴れる?!』（毎日新聞社、1993年4月）、「あの日あの時・私の金融史」（日経金融新聞、1998年8月～10月）、「東証調査部関係者のヒアリングメモ」（1999年12月）からの引用が挟み込まれている。また末尾に置かれた父上の坂野常喜氏の遺稿「大東亜戦争ノ教訓」（昭和20年春）は、「戦争を知らない子供たち」の世代にも非常に興味深いものであろう。

## 戦後証券行政史の論点

全17章にはそれぞれの主題があるが、ここで

は特に証券行政の歴史として興味深い論点を書評者なりにまとめて紹介したいと思う。パラグラフの後段につけた「：」以下は書評者の意見である。

「**間接金融・直接金融は車の両輪**」論は夢に終る 序章に、大蔵省内の本流で多数派の考え方（一国の資金配分は金融機関の英知に委ねるのがもっとも効率的で、証券市場を通ずる方法は非効率である）に対して、銀行王国の出現を防ぐには直接金融をもっと活発化し、間接・直接の両金融市場が車の両輪となって進む理想論を掲げるが、結果としてはうまくいかなかった、との述懐がある。終章にはこれに対応するかのように、「理想論」は夢に終わったとの表現もある。その行方を阻んだ大きな流れ（銀行中心の金融制度、国民性、日本独特の資本主義発展の歴史そのもの）は、ついに大蔵省証券局の廃止をもたらした。：すなわち独立した証券行政担当の主体を無くした、とする筆致からは結果としての証券行政失敗の無念さが伝わってくる。

**初期行政の問題点** ①当初の証券取引法以来、米国法の翻訳法ではあれ不正防止の考え方を定めてきたが、現在に至るまでこれらの条文はほとんど活用されてこなかった（法制定後44年経って証券取引等監視委員会が設けられたが、まだ十分な力の発揮はできていない）（第2章）。②1948年証券取引法全面改正法に入った第65条（金融機関の証券業務の禁止）は本来銀行法の改正で入れるべきだった。米グラス・スティーガル法の「商業銀行は自己勘定で株式を保有してはならない」が銀行法に入っていればその後の日本の金融は大きく変わり、銀行の株式保有の堆積が銀行経営に大問題となることはなかっただろう（第2章）。③1948年成立の

証券取引委員会は行政として何をして良いのか分からず、そもそも投資家保護の何たるかがわからなかったのではないか（第2章）。④1949年証券取引再開3原則に先物取引禁止が入り、株式の清算取引中心で来た日本の証券界は大いに困惑した。証券行政は再三の清算取引復活運動を何とか思いとどまらせた。アメリカが実物取引の実施を強く言ったのは財閥解体の成功のため、証券民主化運動のためではないか。その後アメリカも変質し、投機的市場になり、先物取引が盛んになり、市場集中主義もない様子を見ると、取引所再開許可と引換えに日本市場には極めて幼稚な水準を要求したのではないか（第2章）。⑤投資信託の失敗は最初の法制にある。「信託」の実質が無いのに名称で信用を得て、委託者のやり放題で受益者の利益を考えず、せっかく直接金融の礎石になるべきものをだめにした。特に早期の量的拡大は行政の失敗である（第4章）。④の点はあくまで1949年当時のアメリカ市場が証券先物取引を持たず、市場集中主義を持ったことを前提として評価すべきではないだろうか。

**1965年証券行政の転換** これ以後大蔵省としては銀行・保険の行政管理と同じ方式（免許制）で、業者を管理して、その業者が市場を守る・発展させるとした。しかし証券市場というのは本来激しい投機が行われる場所で、それを認めたうえで市場ルールに違反したら処罰するという行政でなければならなかった。アメリカの制度は導入したが準司法機関としての「SEC」は作らず、免許制（厳しい業者行政で違法行為を防げるという錯覚で成り立つ）を施行したことが、結果として行政の失敗をもたらした（第2章、第3章）。市場の側の自浄能力（密告、内部告発等）も低い（第3章）。

**証券会社に対する批判** 「投資家の尻を乗り越えて進め」「投資家に現金を渡してはいけない」「推奨販売」「四社に中小がちょうちんをつける」——といった業界の実情を見て、今のうちにコントロールしておかないと主要証券会社が破綻すると思い、1963年7月「証券業者の財務管理等について」通達、いわゆる坂野通達を出す。自己資本に対する負債比率、固定比率（支店建物等）、運用預かり（金融債を担保として資金調達していた農林系金融機関に顧客から運用預かりした割引金融債を品貸し、証券会社が金融債担保に資金調達して農協系に貸す・株式の自己売買や未上場株引受原資にするなど）規制が柱である。直後にケネディ・ショックとなり株価下落の原因とみなされたが、後には証券界から感謝もされた。財務状態は本省監理会社クラスがとりわけひどかった。この通達は証券行政の一つの基準になったと自負するが、形式的には通達ではなくできれば法律の形にすべきだった（1965年証券取引法改正に入る）（第5章）。なお公社債投信は非常に当たったが、流通市場が無かったため解約分は証券業者の背負い込みとなり、財務状態を悪化させて、証券不況の大きな要因になった（第4章）。

**共同証券と保有組合** 1964年日本共同証券構想は戦時下（1941年）の日本協同証券にヒントを得たとされる。証券局としては売買双方を行う総合的な判断力を持った機関投資家を考えてが、結果としては買いだけの会社になった。1年ほどの攻防戦の中で「政府が株価操作をして良いのか」が議論になり、国会答弁に苦慮した。資金を注入して株式を買うからには断固とした姿勢が必要だが、経済実態が悪ければ株価維持はムリという当然の経済原則が分かった。共同証券が壁にぶつかった時点で（64年末）証

券保有組合構想ができたのには「何か非常にずるい感じがした」が、共同証券とは別の方法（二部上場株・投信組み入れ株などを対象に、投信や証券会社の手持ち有価証券を肩代わり、凍結）であり、株価を下げないという目的には沿っているので、認めた。株価は合理的な水準より大きく下げてはいけない。下げた株価で金融機関が潰れ、その救済に巨万の資金をかけるのであれば株を買い上げた方が合理的ではないか。また共同証券に対する日銀融資の存在は翌年の日銀特融への道をつけたともいえる。共同証券誕生の関係者には「このまま市場を放置すれば信用恐慌につながる」との共通認識があったが、共同証券（市場管理機能）と保有組合（証券会社救済機能）を一緒に作るという発想はなかった（第6章）。：銀行と大蔵省が作った共同証券が限界に来たときに、起死回生を図った証券界の保有組合構想が「ずるい感じがした」というあたりは、率直ではあるが、行政官の感覚だと思う。当時の証券界にとっては市場と証券界はほぼイコールであり、これ以上銀行に支配されないためにはもはや自助努力しか方法が無かったのではないか。

**山一証券の危機対策の真実** 山一証券は二部上場競争で新規株を抱え込み、巨額の運用預かりを利用し、店舗・従業員も激増していた。決算対策として疎開（飛ばし）もすでに行っていた。1965年5月下旬、西日本新聞がスクープする前に山一の再建策はほとんどできており、それが非常に山一にはプラスになった。この新聞報道が日銀特融につながった。日銀特融という発想の最大の功労者は銀行局長高橋俊英で、多分興銀を救おうと思ったのであろう。この発想は証券局には無かった。すなわち、本質は割引金融債に関する危機だったが、その発行者である

興銀を救うとは表向きいえないので、「山一証券の危機」といったのであろう。興銀問題がなければ山一は潰れていたかも知れない。それだけの傷を負えば以後は慎重な営業をやるべきだったのに、山一はまた乱暴な経営をした。後に破綻したことから省みれば、あるいは65年不況期に何らかの形で終止符を打った方がハッピーだったかもしれない。山一再建計画が主力3行だけで進められたことに他行は反発した。田中声明の「無担保、無制限」は誇張だが、「信用不安を食い止める」という断固とした意思を示す。声明③項の「証券金融の抜本的な対応」は結局講じられなかった（第7章）。：興銀を危機に至らしめないための「証券救済」であったことは証券界による聞き取りからも読み取れるが（『証券外史』関係聞き取り、『日本証券史資料』戦後編採録）、大蔵省の担当者が明確に文章にしたのは初めてではないか。非常に興味深いといえる。

**証券会社免許制** これには大反対したが、援軍は無く、証券界は免許制を歓迎した。結果として、新規参入の無い、護送船団方式が採られた（第7章）。銀行局の監督行政の歴史が大きく証券行政に影響した（第8章）。証券局には当初、免許制反対論が強かった。行政の責任だけが重くなり、免許を付与されない証券会社からの猛反発も予想された。なにより証券界の営業態度そのものが免許制に適さないと考えられた。証券界が賛成したのはいざとなれば面倒を見てもらえると思ってか（第9章）。導入後は、資本自由化に備えるため証券界（大手4社）の育成は必要と基本的に認識し、引受と取次ぎを併用させたため大手証券会社は、法人取引に傾いた（第11章）。1965年法改正の目玉はこの免許制の導入だったが、改正作業を急いだ

ため不十分な点も多い。50条（禁止行為）、54条（業務停止となる経営内容）などは「詳しくは省令に」で、その省令に当初は十分な内容が入らず、結局手っ取り早い通達に頼った。事後の損失補填も入れられず、事前も口約束（握り）などの抜け道があり、後に不祥事につながった。58条（不正取引の禁止）、125条（相場操縦の禁止）も具体的なイメージが浮かばなかった（第9章）。このときの法改正で、米国式証券取引法が日本式の証券業者法と化した。：大蔵省も「免許制で無ければ絶対にダメ」というわけではなく、証券界は「藁をも掴む」状況だったのではないか。どちらも免許制を情況転換のきっかけと考えたのであろう。すなわち証券業免許制は情況が変われば再度登録制に転換すること有りうべき性格のものだったのでは無い。

**証券局の評価** 証券局が設立された理由は①国際化に向けて健全な証券市場を育成し、②証券業者を登録制から免許制へ転換するところにあった。業界危機を救う名案だったが、この免許行政が大失敗であった。証券市場は投機と投機の戦いの場であるから、この戦いを殺ぐような行政はいけない。直接金融、間接金融と市場との関係をあいまいにし、国民経済的に株式市場をどう考えるかについて明確な定義をしなかったことが、後の証券局の廃止につながったと考える。証券局の設立は田中蔵相が決め、その意見書から4ヶ月足らずの超スピードで設立され、企業局、資本金局、資本市場局などの名称を考えるが大蔵省内の組織として証券局となる。この名称では証券会社の監督局のような感じで、資本市場の整備育成目的にはそぐわないが、対極的な議論は尽くさなかった。伝統的な大蔵省の考え方では証券行政は「流通市場関係

のみ」で、行政の管轄権でも大論争となった。最終的には理財局が折れるが、理財局経済課の後身の企業財務課では理想の行政には向かないし、公社債行政は理財局（実際は金融界、興銀）が仕切った。重要省議に証券局長が呼ばれなかったりもした。後に証券局が廃止された理由の一つは証券会社の監督不十分にあり、また一つは米33年法・34年法の公正な価格形成条項をなおざりにしたからではないか（第8章）。

本来監督すべきだったのは市場であるのに、証券局を証券界の監督機関にしてしまったことに証券行政の失敗がある。70年代初めの証券局長時代に「証券局無用論」を掲げ、日本の証券・資本市場発展のために証券取引法を根本から作り直すことも考えた。しかし、局内からはむしろ証券局、銀行局、国際金融局という縦割り行政ではダメで、総合的な金融庁を作るべしという議論になった。市場参加者とはいえ発行企業の考え方を変えさせるのは証券局の手に余る面もあった。証券局廃止論は表向き「局長の数が減る」と潰された。後に金融庁はできたが、国際金融局の機能がついていないところがやはりまずいのではないか。証券行政も、あるいは証券業界もずっとある種のごまかしで30年もやってきたが、それだけに関係者の市場発展のための努力は大変なものであり、日本人には知恵があると思う。しかし証券局は「滅びた」（第9章）。証券局長で退官を決意したのは、銀行中心の日本の土俵では証券行政の確立はムリであり、実際に証券会社がたびたび問題を起し、暗い気持ちになったためである（第12章）。：大蔵省の中での証券局の位置付け（証券会社監督）と、その遂行の失敗（監督不行き届き）が、証券局の廃止につながった、とするようだが、はたしてどうか。別途、金融証

券ビッグバン政策の断行を高く評価しておられることからすれば、「免許制による業者監督行政の終焉」が証券局の組織の終焉に直結したと考えるべきではないか。免許行政の「失敗」をこれほど強調しなくとも良いのではないだろうか。

**時価発行の功罪** 時価発行開始に際して1967年4月証券界が発表した「株式の時価発行に関する見解」4項目(株主還元等)は評価できるが、実際には全然行われなかった。株主への還元が行われるかどうかやってみなければわからないので、自分は中間時価発行の立場をとり、批判された。実際には時価発行を決めた後に株価が上がり、その株価で発行価格が決められ、その後下落した。高配当利回りが消失したために個人株主持ち株比率が減少した(第10章)。不況になると個人投資家を増やせ、学校での証券教育が必要だなどといわれるが、根本因が議論されていない(第11章)。株価を基準にして引受手数料が決まるため、時価発行の行き過ぎには激烈な引受競争も関係したが、無防備な時価発行を認めた証券行政は大失敗である(第10章)。金融界はもともと日本の証券市場があまり大きくならないように(間接金融が侵されないように)大蔵省と組んで金融市場をコントロールしてきた。バブル期に時価発行増資等が激増し、その仲介を核に野村証券が経常利益5,000億円となったことで、金融機関の証券業参入を抑制できなくなった(第10章)。

**株価への介入の是非** 1972年10月ごろ、愛知揆一蔵相から「株価が高くなりすぎたから下げろ」といわれる。証券会社が人為的に上げた異常株価だったので、正常化が必要ではあったが、この指示は市場原理からかけ離れていた。このときは結局、協同飼料事件で株価は下がっ

た。過剰流動性時代なのだから、本来この件は銀行局長に言うべきものではなかったか。1979年ロクイチ国債下落時には資金運用部で買入れて、梃入れした。戦時の価格コントロールの経験者にこうした「梃入れ」の考え方が強かった(第10章)。公正な株価の形成にはいかなる行政が求められるか。株価の人為的操作は法的に禁止されているが、公の利益のためならば良いのか。株価操作は投資家、保有者に人為的に損得をもたらす。株価の下落ははたして本当に国民経済を破綻させるのか。政府関係者の口先介入は許されるか。疑問点は尽きない。ただし、非常事態への適切な対応は必要である。1971年の円切り上げ時には取引所閉鎖も議論した(第15章)。

**バブル期と証券不祥事** バブル期の日銀物価指数に土地と株価は入っていないが、入れられなかったとしても別途政策担当者はしっかり把握して置くべきではなかったか。アメリカではブラックマンデー後に(1929年の後も)きちんと委員会を設置して記録・分析を残したが、日本は何もしなかった(第11章)。証券不祥事を見るとき、事後の損失補填の禁止は無理をしてもやはり1965年改正で法に入れて置くべきだった。伝聞だが、損失補填に関して①日経と朝日の記者が「野村証券に一泡吹かせてやる」と国税庁の協力を求めた、②橋本龍太郎蔵相が損失補填リストの公表を迫り、そのリストが日経に流れた。自分が代表であった日本化薬も、取引先証券会社に出していた一任勘定のような取引で、知らぬ間に証券会社に損を埋められ、税務調査で否認され、マスコミに公表されたが泣き寝入りした(第11章)。損失補填が生じた理由は「投資家の自己責任原則」が結局実現しなかったことにある。営業特金は「利回り保証

付き一任勘定」性を持ち、証券会社は握りや飛ばしを継続し、大口顧客優遇が大問題になるとは行政も考えず、株価市況見通しも甘かったのではない。社会的な証券界への反発の高まりが非常に強くなっていたことに気づかなかったのは行政の怠慢である（第14章）。

資金の流れをみればバブルの根源は金融機関にある。日本には価格メカニズムに基づく金融のコントロール・システムが確立してないため、バブルの歯止めがなく、無制限に金がつぎ込まれた（第13章）。米国には不完全であるにせよ34年法7条で証券担保金融のコントロールが入っているが、日本法では旧日銀法13条-3（政策委員会の権限）は死文化しており、信用取引に関する融資規制では極めて不十分だ。米SECのような強力な不正摘発の機能もなかった（第14章）。証券取引等監視委員会の設立が1992年になったことは、不公正取引の排除という証券行政の根本の命題が適切に行われなかった、手遅れだったことを示すのではない（第15章）。

戦後50年の米国型証券行政を振り返ってみて、やはり過保護であった。行政の歴史が失敗で終始してきたわけではないが、自己責任原則の行政を早くに採用していれば投資家に信頼された基盤の薄い（厚いの誤りであろう、p. 433）市場になっていたのではないかと残念に思う（第16章）。

これらの他にも赤字国債の発行、東証理事長の地位、銀証問題、会計監査人の地位、相場操縦の理解、国際化への対応等、様々な論点が出されている。

## 新証券市場のための提案

最後の第17章では現在の証券市場をよりよいものにするために、以下の7項目の提案がなされている。

1. グラス・スティーガル法の導入
2. 金融市場、金融機関のディスクローズを
3. 証券金融の正常化を
4. 直接金融発展の環境整備を
5. 監視委員会の機能強化を
6. 金融資産運用の価値判断の確立を
7. 金融市場に対し独占禁止法的視点での規制強化を

すでに証券局は無く、金融・証券ビッグバン改革の効果が多少ともでている現在の市場に対する提案であるが、1, 2, 3は金融そのものの問題であり、全体として1, 3, 4など本書を一貫して流れる主張である。これは何を意味するか。本書を通読して、どうしても証券行政の失敗という主題に圧倒されてしまうが、失敗の原因のいくつかはすでに解消された。免許制証券会社行政は終焉し、証券取引法は市場法としての性格を充実させつつある。間接金融の力量は戦後初めて地に落ち、今なお落ち続けている。証券市場の力量が高まったかどうかは定かではないが、少なくとも力量を発揮する最低限の環境はあるようになった。序章の著者の感懐（強大な間接金融優位の体制に敗北）についていえば、いわば証券市場を正しく活用し損ねた間接金融側の自滅によって、最初の地点に戻ったといえるのではない。2004年の現在、市場が戦後の焼け跡闇市状態にあるとはいわないが、経済、銀行、市場共に弱っている状態からの再出発であると考えれば、上述の提言は十分

に検討に値すると思われる。

著者は「あとがき」で、本書を戦後証券行政の一つの裏面史として参考になるのではと書いておられるが、書評者の読後感では正史に対する少数意見、一部は辛味の利いた注といえるのではない。書評者は大蔵省『昭和財政史——昭和49—63年度』で証券行政の歴史を担当したが、証券局の免許行政が証券局の基盤固めに「活用」された面に捉われ、理財局、銀行局との関係を十分に配慮しなかったことを反省している。

最後に、優れた歴史批判を読むときにいつも思うのだが、証券行政は大方は失敗であった、日本の証券市場はろくなものではなかった、と

ばかりいわれると、では例え一時ではあれ世界最大の証券市場規模を実現したのは何だったのかと考える。バブル経済、行き過ぎた時価発行、ドル換算時の円高の効果等々、証券市場バブルが膨らませた数字の魔術に過ぎなかったのか。仮にそうであったとしても、そもそも証券市場を投機と投機の出会いの場であると認めるのであれば、常に行き過ぎの数字が動的な市場の実態なのではないか。さらにはバブル経済以前から、日本の国富の構成は実物資産を金融資産が上回っており、現在もその傾向は続いている。この実態の上に今後の金融証券政策を考えないわけには行かないと思われる。

(当研究所理事・主任研究員)