

注意取扱

筆執史政財後戦
料資内部用参考

講和後史談会記録

昭和五十四年九月一〇日

19 昭和三十九年〜四十一年の証券局行政

大阪証券取引所理事長
元証券局長
松井直行氏

大蔵省大臣官房調査企画課

出席者

元証券局長

元同局総務課長

協力者

事務局

〃 〃 〃 〃 〃 〃

松井直行

坂野常和

古橋幹男

水野審議官

武田参事官

柏村補佐

松岡調査統計官

加藤事務官

田中事務官

寺田調査員

目次

一、証券界の実情	1
(一)、証券会社の体質	2
(二)、証券投資信託	4
(イ) 証券投資信託の占める地位	4
(ロ) 証券投資信託法の改正	8
(三)、証券取引法の改正——証券会社の免許制	8
(四)、証券恐慌	13
(イ) 山一、大井への日銀特融	13
(ロ) 証券恐慌の根因	15
(五)、株式市場対策	18

(イ)	共同証券、保有組合の設立	18
(ロ)	増資調整	25
(六)	証券会社の現況	26
二、	ディスクロージャーの強化	30
(一)	山陽特殊製鋼の倒産	30
(二)	公認会計士法の改正——監査制度の強化	32
(三)	証券取引法の改正——ディスクロージャーの強化	35
三、	公社債流通市場の再開	42
四、	証券局創設前の証券行政	44
(一)	市場第二部の開設——過当なアンダーライター活動	44
(二)	財務管理通達	51
(三)	証券会社行政の経過	54

五、	バイカイの禁止——売買仕法の改善	62
六、	質 疑	66
(一)、	証券行政機構縮小の経緯——証券取引委員会の廃止	66
(二)、	証券取引法の趣旨	74
(三)、	六五条問題	81
(四)、	税制問題	84

昭和三十九年と四十一年の証券局行政について

一、証券界の実情

松井　まずぼくの方からずっと大きな流れのようなものをお話しすることにします。

三十九年の六月に証券局ができました。大臣は田中さんでしたね。その前、ぼくは三年ほど主税局におりましたが、財務調査官、いまで言う審議官ですかね、それで税制改正を三年やっていました。その前は、広島国税局におったんですが、証券ブームのところは、私は証券行政に全くタッチせずに、三十九年、証券局ができるというときに来いというわけです。その頃は、証券界の大不況の前兆というよりも、病膏盲やまろうろうに入る最中のときでして、いまから考えてみますと、私の最後の役人生活の二年間だったですが、グルミミだったという感じが非常に強うございます。

ある東京の財界人に、「おまえ、そんな憂うつな顔をせずに、こういうときこそ恋でもして、のんびりした方がいいんじゃないか」と言われたことがありました。とつてもそんな余裕はない。しかし、その財界人の発言というのは、いまから考えてみると、なかなかいいことをおっしゃっていたわけです。暗い時代に、ただ憂うつということに滅入ってしまうよりも、なるべくにかならないんだから、もう少しおおらかな気持ちを持て、という意味であつたろうと思います。非常にいい忠言をもらったと思うんですが、しかし、事實はグルーミーな二年間で済んじまったということですが、幸いにして坂野君はじめ、多くのエキスパートがおってくれましたが、大変な時期に証券局ができて、証券行政をやれと、こういうことになったわけです。

(一)、証券会社の体質

銀行と証券会社というものは、いまでは車の両輪とでも申しましょうか、非常にうまく回転をしておりますが、当時は証券界が財務体質、人的構成、営業姿勢、どれを

とっても、何から何までまだまだ、未成熟の時期にあったと思います。そういうときに、大きな信用力を与えられて証券会社は過大な営業活動をやり出したのです。信用機関として、そうした組織も陣容も、それから営業姿勢も不完全という言葉は悪いが、未成熟という時期に、証券ブームが重なって、店舗も大変ふやしております。それから人間も、三十四年ごろには四万人ほどであったものが、ピーク時には証券人口十万と言われたことを覚えています。

それから借入れによる資金調達の能力、つまり金融力ですが、これは、長期信用銀行の発行します割引金融債を投資家にはめ込んでおいて、すぐ証券会社がこれを借り上げ、担保にして、金融機関から資金を調達するといういわゆる割引金融債の運用預かりによる資金調達の規模というのは非常に大きかったと思います。三十五年頃には千五百億円ぐらいだった運用預かりが四十年の中ごろにはもう三千億円になっている。これは何に使われたかといいますと、一つは商品有価証券の増加です。三十五年には

千三百億円ばかりだったものが三十八年には二千二百億円ぐらいになっている。こういうことを可能にするような安易な金融の道が続いておった。本当に信用機関としての基礎ができていないのに、こうした非常に大きな資金調達の逃げ道といえますか、正常でない方法による資金調達が行われていました。

これをもとにして、証券会社本来の営業ではブローカー活動が中心であるべきところを、ブーム期から恐慌に至るまでの間、自己売買を中心にした推奨販売、つまり、ディーラー活動中心の思惑というのか、非常にリスクの多い活動をやっておった。だから、業務の内容自身が非常に危険性を持っておったといえましょう。

(二)、証券投資信託

(イ)、証券投資信託の占める地位

市況全体に影響を与え、そして、証券会社の財務体質の悪化に非常に大きな力があつたのは、そのほかでは証券投資信託でしょうね。投資信託というのは、零細な

余裕資金しかない一般大衆に証券投資の道を開くピープルズ・キャピタリズムの一つの方法として、慫慂されたものであったと思うんです。ところが、証券ブームに乗って投資信託は巨額の設定をした。ブームの最後のころには、投資信託が集めた大衆資金のうち、八〇％を超えて非常に大きな比率で株式の組み入れをやった。組入れ額は、日本全国の証券取引所に上場されている株式の時価総額の一〇％以上に達しました。それから売買高からみましても、全国の出来高の一〇％近くを投資信託が占めるというように証券市場に大きな位置を確保するようになった。これが資本市場の拡大あるいは流通市場の円滑な価格形成、つまり投資信託が株式市場に出動することによって株価が上がるときには抑え、下がるときには買い支えてくれるという、そういう安定要因に働くものと期待されておったんですが、実はそれが逆に激化要因になった。

その原因は一口で申しますと、投資信託の売買注文を受ける証券会社と投資信託

を募集したり運用したりする委託会社が一体であったためです。ですから、表現は適切でないかもしれませんが、投資信託を本業の方でうまく利用していたということとです。もちろん、両者の完全な分離は主張されておりましたし、形式的にも三十五年には、投資信託委託会社の証券会社からの分離があったんですが、これが実は形式的な分離であって、中身は依然として大手証券会社の大きなふところの中の一つに、投資信託のファンドがあったというようなことです。一たん市況が下落するときには、投資信託の解約が多いものですから、その資金手当のために委託会社が組入れ株式を売らざるを得ない。また、証券会社もそれを持ちこれえられないので、売り要因になって市場をますます圧迫するということで、これが非常に大きな株価変動の激化要因になりました。

また、私が証券行政にたずさわる前、三十六年に公社債投信ができたのです。あれも非常に勢いで伸びましたね。公社債投資信託は、新規発行社債の個人消化を推

進し、起債市場の拡大のために設けられたのですが、金融環境がいいもんだから大変なブームを呼んだ。このあたりの事情を坂野さんにお伺いしたいんですが、当時低金利政策をとりながらも三十六年の中ごろから金融引き締めに入っておったわけでしょう。公社債投信ができたころは、非常に募集条件がいいというので、わっと金が集まり、新規発行債の半分近くを公社債投信で消化したんですけれども、長期債は低金利政策の一環として条件が下げられる。しかし一方三十六年の七月から暮れにかけて金融の引き締めが行われたんだから、これも債券市場が大きく崩れてくるといふ情勢にあったわけですね。公社債投資信託は非常なブームを呼んだ割りに、早くその反動がきて、かつまたその買い手は一般の企業が多かったために、企業が金融引き締め強化につれて資金繰りをつける必要から、購入していた公社債投信を吐き出さざるを得なくなった。ですから、これも悪い方に乗数効果が働いたといえましょうか。そういう形であったと思います。

(ロ)、証券投資信託法の改正

坂野 投資信託法の改正はちよつとおくれるんですね。

松井 どういう改正をしたんですか、投資信託法は。

坂野 いまずっと松井さんが言われました投資信託の一連の瓦解ですね。そこで基本から投資信託の体質を改善しようという、これこそ抜本的な改正なんです。それが四十二年八月。ですから当然、四十年、四十一年ごろから、投資信託をどうするかということは証取審その他でやっていったわけです。業界にも審議会みたいなものができまして、そこでもいろいろ議論があったようです。

(三)、証券取引法の改正——証券会社の免許制

松井 ぼくが証券局へ行ったときには、証券会社の免許制の方向が決まっていたが、それまでは登録制だったでしょう。

坂野 はい。

松井 三十九年六月に証券局ができたときには、すでに証券取引審議會は免許制の方向でいろいろ勉強しておられたのは知っていますがね。三十六年後半に入ってから市況が悪くなりはじめ、やがて証券会社の体質が非常に弱いことがわりあいにはつきりしてきたから、証券局ができる直前でしようか、田中大蔵大臣が大蔵委員会で、免許制にしますということを言い切っておったですかね。

坂野 ええ、それは四月八日です。作業はその前に進んでおりまして、証券取引審議會の小委員会で免許制の検討をいたしております。前の年の三十八年の夏ごろからだったと思います。証取審の小委員会で証券業者のあり方を決めましたのが三十九年の一月二十九日です。

その第一は、証券業の登録制から免許制への移行ですね。二番目が証券業協会の全国一本化。三番目が外務員資格の強化、それまでは、外務員が事故をおこしても証券会社は責任を持たないという代理権限についてあいまいな規定をもつ法律だったんで

すね。

松井　つまり、外務員は証券会社の代理権を持っている従業員でないというものの考え方ですね。

坂野　そうです。その三点を改正するというのを審議会の小委員会が決めたのが一月二十九日ですから、その前約半年、実質審議があったわけです。

松井　証券界がどんどん悪化してきますと、どうするんだということが国会で問題になってきた。そこで今度は大蔵省が責任を持って、国民に迷惑をおかけしないような、本当の意味における資本市場の担い手としての証券業者に生まれかえさせますという、態度が明確になったんで、免許制に切りかえることになった。

ぼくが思うのは、間もなくあんな大きな悲しい証券恐慌が起こるなんてことは、実は想像もしてなかったんですけれども、証券業の免許制を中心にした法律改正ということで国会を乗り切ろうじゃないかと。免許制を打ち出した法改正を表に立てて、そ

れを国会に提案すれば、現実起こっている証券市場の著しい機能低下や業界体質の悪化という、まことに具合の悪い問題を救うというのか、われわれの対応で悩んでおったことを救ってくれるのはあれしかないといった感じ。もちろんいい証券界にしよう、資本市場の担い手としてりっぱな証券会社につくりかえにやいかぬという、真正面な考え方も当然あったことと思います。しかし、ぼく自身は、法律改正でもってあの国会追及の苦難を乗り切るため、どんなことが起ころうが、どんな不備が指摘されようと、近い将来に免許制に切りかえまして、大蔵省が責任持って監督しますということ、言い逃れてきたと、そういう感じが非常に深いというふうに思います。

それから、証券取引法の改正案を国会へ出してから通るのは、いまから考えれば非常に速かったんじゃないですか。われわれには危機感があつたし……。

坂野　そうですね。速かったですね。いつごろ出たでしょうかね。

松井　二、三カ月で通つたような気がするよ。法案の国会提出は二月でしょう。

坂野　三月。実質審議はひと月かふた月じゃないかな。

松井　そう、おっしゃるとおり。いまのような国会情勢では、何でもない法案でも通りにくいんだけど、あんな大きな法案が、野党もよく理解をしてくれた面があったと思うんですが、速く成立したものですね。

あんな証券恐慌のときに、むずかしい法案が三カ月ぐらいで通ったのは、やっぱり立案者にそういう危機感があったとともに、野党の中でも、免許制に切りかえたらどうかというようになことを主張する人もおった。特に社会党の堀昌雄という議員がおったんですが、社会党の中では金融財政政策を主としてやっておった人で、彼自身もそういうことを言っておって、法律改正について野党が大きな理解を示してくれるのに非常に好都合だった。そうしたリーダー格が野党の中におったというのも、私、ありがたかったことだと思うんですよ。

坂野　ああそうですね。やっぱりずいぶん違いますよ、それは。

松井　違うんだ、あの法案を通すときにね。

(四)、証券恐慌

(イ)、山一、大井への日銀特融

もう一つ大きな流れとして、四十年五月でしたか、山一証券といまの和光、当時の大井証券に対して、日銀の特融が始まるんですが、あゝいううわさが流れたのと、法案が国会を通ったのと、ぎりぎりだったように思うよ、どうだったかな。

坂野 四十年の五月二十一日に富士、三菱、興業銀行の三行が山一再建の発表を：
松井 前向きに再建しますと新聞発表したでしょう。ところが、法律が通ったのは？

坂野 特融が決ったのが二十八日、法律が公布されたのも二十八日なんです。

(笑声) 同じ日なんです。

松井 そのころぼくは国会に入り浸りだった。御存知のように、昭和初期の金融恐慌のきっかけは、国会における大蔵大臣の失言からというように言われて

おりますが、ぼくもそういう危険性を感じておったものですから、法案を何として一日も早く通したかった。それで社会党だとか共産党の議員が国会の食堂で昼飯、夕飯食っているのをつかまえて、しょっちゅう話をしに回っておったことを覚えています。大蔵委員会へ出て、いろんな議員さんの質疑応答のお相手をするほかに、食堂や各党の控え室をくつの底をすり減らして回ったものです。その最中に、新聞にああいう特融問題が公けになるんですが、信用不安につながる恐れが非常に大きかった。これが証券恐慌をきっかけにして、信用機構を破壊するような大きな恐慌に発展しちゃいかぬという心配があったものですから、ぼくは国会議員を分担した。それから坂野さんとか加治木（俊道）さんは、新聞人を相手に、法案草稿を配ってもらった記憶があります。ぼくは国会の食堂歩きだ。昼飯も腹減ったから食うんじやなしに、むしろ、そこで野党の主な議員に会える機会だというので、一生懸命に食堂回りをやっておった記憶があります。不幸にして山一二百八十億、大井

が五十億余りだったと思うんですが、思い切った日銀の特融でもって、しかも非常に短期間にあれだけの金が出たと思うんですが、あのとき思い切って日銀特融の手を打ったものだから信用不安を抑えることができた。非常な決断のもとに、適切な措置をとっていたというふうに思っています。

(ロ)、証券恐慌の根因

坂野 さっき言われたことの補足なんですけれども、これはぜひひとつ、こういうからくりを明らかにして残しておきたいと思うんですが、日本の証券業界というものが戦後だんだんやっていくうちに株式市場を、公社債はいまでもこそ大きな市場になりましたけれども、四十年以前の公社債市場というのは全く形だけであって、かつそれは金融機関が全部握っておって、証券会社というものはほとんど公社債による営業ということは余り実にならないといえますか、余り意味がない。公社債投資というものは確かにできて一時は活発化するようにも見えましたが、先ほ

ど松井理事長言われましたようなことですぐつぶされてしまうわけです。これも完全に銀行につぶされるというか、銀行と言っちゃなんですから、要するに発行条件を低位に抑え込むというようなことがあったものですから。そうすると、どうしても株式でやらなきゃいかぬ。株式でやるためには、株式市場の出来高をふやすことと、株価を上げるという二つをやっていかなきゃならぬ。

これはどうやってやるかといいますと、投資信託を大きくしてこれで株を買わせる。これは確かに出来高がふえ、株価が上がります。もう一つは、自分で自己売買を活発にやりまして、そして大証券の自分の力で株式市場をリードしていく。そういうことがありますと一般投資家が株を買う。特に信用取引、投機取引が盛んになる。そうすると手数料がたくさん入る。それで証券会社は大きくなる。こういうパターンをつくっていったわけですね。そのために投資信託と運用預かりというものを二つの大きな手段として使っていくわけなんです、なぜそんなことを申し上げ

るかというところ、それいまはどうなっているかということと対比していただきたいと思います。なお、その当時は増資もかなりあって、新しい株式の供給もあったんです。いまはどうなっているかというところ、全く逆でして、株の大半は金融機関を中心とする機関投資家に入ってしまったています。これは保有組合、共同証券の株が放出されたときから始まって、国際化が始まると同時に安定株主というものをつくらなきやいかぬという大運動が起きまして、みんな法人にはめ込んで、市場に流れ出る株をなるべく少なくするような仕事を証券会社がやったし、世の中もそういうムードになったのですから、浮動株がほとんどなくなりまして、したがって、証券会社が自分で市場をリードするというようなことは全く不要になっちゃったんです。そうじゃなくても株が足りないものですから、だんだん株価は上がる、投機取引は活発化するというのがこつと十年ぐらい続いているのです。当時から見ればこんな株式市場ができるということは、証券会社にとっては全く夢だったわけでは

ね。ですから、そのころは自分の力で何とか市場をリードしようというんで必死になってやった。これが証券恐慌へ向かう一番の基本なんですね。

ですから、過当競争とかいろんなこと言われますけれども、やはり戦後の証券業界が大きくなるためにはどうしても株式市場を活発化しなきゃならぬ。その方法としてそういうことをしなきゃならぬというところに大きな宿命があったんじゃないか、私はそういうふうに考えております。

(五)、株式市場対策

(イ)、共同証券、保有組合の設立

松井 信用機構の維持ということから、結局証券会社を救済したんですが、ぼくが証券局に御厄介になった当時は、非常に株価が下がっておりましてけれども、証券業者の体質強化だとか、過当な商いを抑えるほかに、市場自身を支える必要があるというわけで、あれは池田さんかな、ダウ千二百円防衛をやると言われたんだ。

坂野　そうです。ダウ千二百円。

松井　というのは、株価は幾ら下がってもいいものじゃないわけですね。発行会社は増資のしょうがない、新しい資金調達ができない。一方では、持っている株を担保に入れて金融づけをしておった人は、株価が下がれば追い担保を入れにやいかぬというわけで、幾らかでも株価が下がれば信用不安の起る大きなきっかけになるというわけですね。そういうことからだったでしょう、証券局ができる三十九年の初めに共同証券というものができておったと思います。

共同証券ができたのが三十九年の一月ですか。

坂野　一月二十三日。

松井　それからその年の十二月まで一年間ぐらいで大体二千億の金を出して、市場から株を買い集めた。つまり、共同証券というのは、一種の自己売買を専門にする証券会社です。

なお、証券局ができてからだんだん表にあらわれ出したのは、投資信託の基準価格が下がり、投資家の解約がふえてきたことです。こうしたことから、投資信託のファンド自身が株を売って現金化し、お客さんの解約に応ずる以外に方法がないというわけで、投資信託の売りが非常に盛んになってきた。これが市場圧迫の要因になるというわけで、四十年の正月に証券保有組合というものができております。三十九年に共同証券ができたんだけど、これだけでは足りない。新たに投資信託の売りが市場圧迫要因になるというわけで、たしか三十九年の暮れも押し詰まって、石野次官だとか、東証理事長だとか、証券界の代表の方数人とこっそり田中蔵相の私邸にお伺いして、非常に簡単に、三十分ぐらいの説明で、彼はオーケー。それをつくって、やれ。何でも打てる手があるならば、やれというお指図であつたと思うんです。したがって、四十年の一月に保有組合ができて、その後半年ばかりの間に急速に買い進みまして、二千三百億ぐらい買ったと思うんです。凍結機関ができて僅

か一年半の間に合計四千数百億という資金でもって株式を市中から買った。いわば株式の買いオペレーションですな。いまで言うと、国債を対象にした買いオペはあるんだけど、民間会社の株式を対象にした買いオペなんてのは恐らく前代未聞じやあないかな。戦前や戦時中には、株式買支えをやってはおりますがねえ。というのは、形式的には、市中銀行だとか証券金融会社を経由して、保有組合とか共同証券に資金を流しておりますけれども、実は後ろに日本銀行がおりまして、日本銀行直接じゃありませんが、証券金融会社だとか市中金融機関を通してという形をとつたにしても、やっぱりこれは日本銀行の特別融資ですな、いま考えてみると。これが四千三百億になんたとする金を出した。証券会社を救うあの特融の金額から見れば、比較にならぬほど非常に大きな金でもって株式の買いオペレーションやった。歴史的には、まあいい悪いはいろいろあるにしても、非常に画期的な出来事であつたと私は思っております。

その後、皆さん御存知のように、四十一年度から国債を抱えた福田財政が出発するんですが、非常に早く景気が回復しております。これについては、日本銀行の調査局長をやった吉野さんが、四十年から四十一年にかけて景気の回復のテンポが速かったのは、実は証券不況のところに金融引き締め新时期であったにかかわらず数百億の金が、ああした保有組合だとか共同証券を通じて市中に流れておったからで、いまから考えると、ああいう金がすでに市中に出ておったことが回復力を速めた一つの原因じゃないかなと、そういうお話をしておられて、なるほどそういうものかなということを感じた次第です。景気の回復が予想外に速かったものだから、二つの証券会社に対する特融も、完済までは最初の計算で、十八年ぐらい……。

坂野　そう、十八年。

松井　十八年かかると。というのは、昭和初期の恐慌のときでも、最後に決着つくまで恐らく二十年ぐらいかかっておったですよ。

ですから、山一、大井も特融を完全返済してしまふには十八年かかるという計算であつたんですが、いま言いましたように、四十年、四十一年の公債を抱えた財政が出発してから猛烈な勢いで景気が回復し、結局五年ぐらいで完済し終わったということでございます。

坂野 それからもう一つ、先ほどのお話の中で、保有組合についてですが、共同証券というのは、無作為に市場から買ってくるんですけど、投資信託が保有している株式、その組入れ比率の最高は八五％ぐらいに達していたと思うんですがその投資信託からあふれてくる株を共同証券が市場で受けてたんじゃ、共同証券はたまらないわけですね。それから、投資信託というものはそういうもの売っちゃいけないんだという大蔵省の強い指導があつたんです。初め、証券恐慌が起きる前ですね。株式市場が非常に不振になつていつて、共同証券ができる直前ぐらいまでは、投資信託に買え買えといつて相当強い大蔵省の指導があつたんです。それが満杯にした

一つの理由なんですけれど。

松井 それは株価維持かなんかの要請だね。つまり、業者の体質改善というもののほかに、もう一つ市況というのか、株価の維持という大きな要請があったわけか。

坂野 そうなんです。それで、やむを得ずどんどん投資信託が買っておったです。

したがって、共同証券ができたときに、投資信託がやれ助かりましたといって売るといふようなことは、大変な謀反になるわけですね。できなかったんです。業者は委託注文だと称して、ちよろちよろ自分のものを売ったんです。しかし、これも余り大っぴらにはできません。片一方で助けてもらっているんですから。そこで、一年たって投資信託の株をだれか引き取ってくれなきゃどうにもならぬ。業者も手持ちがふえちゃって大変なんで、これも引き取ってもらいたい。しかし、相手が共同証券じゃ日銀は怒っちゃいますから、それはできないというんで、できたのが保有組合なんです。

松井 なるほど。

坂野 したがって、保有組合というのは、市場から買うんじゃないで、そういうものを肩がわってやろうということで、たしかさつき二千三百億とおっしゃったですが、そのうち千八百億ぐらいは投資信託です。

松井 非常に大きな歩合だったと思います。

坂野 ごそつと引き受けるんです。一遍にじゃないですけど、何回かに分けまして。ところが、非常にいいことに、後で保有組合の方に大変な利益が出て、一番大きな財団になって今日に至っているわけですね。

(ロ)、増資調整

坂野 そして、さっきお話出ませんでしたけど、三十九年には増資のストップをやりましたですね。つまり、片一方でどんどん共同証券、保有組合が買っているのに、片一方で増資を行われちゃ株が過剰になるから、そいつをとめろというんで四

十年二月以降の増資の自主調整を申し合わせた。

松井 その直前には富士製鉄とか八幡製鉄とかいう大きなところに増資を繰り延べてもらうといった時期があったでしょう。

坂野 そうです。

松井 これはもう非常事態だね。

坂野 非常事態だったんですね。だからそのころは、増資というものはかなりの大きさを占めておったんですね。いまは増資の分量が足りなくてひーひー言っておるわけでございましょう。株が供給不足だ。欲しいものがいっぱいいるけど株が出ない。非常に不思議な世の中になったんです。

(六)、証券会社の現況

松井 証取法の改正があつて、いよいよ免許制へ移行するのですが、その間に証券会社も淘汰される、資格のないものは落ちる、合併も行われるというわけで、実際に

免許状を証券会社がもらったのはいつですか。

坂野 四十三年四月一日です。この時はすでに免許会社となっていた山一、和光のほか二百七十五社に新しい免許がおりたんです。

松井 そこで新しい証券取引法のもとにおいて証券会社の業務をディーラーとかブローカーとかに分けましたね。そして、業務ごとの免許ということになったのですが、そのほか、先ほどもおっしゃった外務員も証券会社の従業員としての責任というのかな、外務員の代理権限を明確にして証券会社自身がその責任をとれというようなこと。あと何だったかな、証券会社に対する監督をもっと厳しくする。事前監督ですか。登録制から免許制へ変ったのだから……。

坂野 健全性省令というのがある。

松井 健全性省令を制定して証券会社への事前監督を厳しくする。だから大蔵省自身がかえって責任を負うことになったわけですね。

そうした新しい免許制下における証券界というものが出発して、それで今日に至っているということです。非常に幸運なことに新証券取引法が目指した証券市場の担い手としての証券会社の体質が、大どころを中心にしてようやく完成しつつあるというのが今日の状況であろうと思います。

坂野　ですから、あの不況、証券恐慌のときからいろんなことが表面化してきたわけですね。アンダーライター、ディーラー、ブローカー、それからもう一つはディストリビューター、四号免許というのがある。要するに、証券法で免許が四種類ある。もちろん、大きな証券会社は四つともみんな免許をもらって、やっているわけですが、その四つの免許を分離した思想というのは、やはりそれぞれ独立した機能があります。一緒に兼営することによってその弊害もあるわけです。そういう弊害を将来矯めていこうという思想がすでに免許を採用した法律にあったわけですね。一番いけませんのがアンダーライター。自分が引き受けをやっておいて、そして同時にブローカ

ー、ディーラーを兼務する。アンダーライターは、ディーラーを少しやりませんと、市場を自己売買で調整していくということが必要ですけど、一般大衆を相手にその売りさばきも全部自分がやってしまうということは、相当大的な弊害があるんですね。したがって、将来はこれを分けていこうというような思想から、ああいうふうに免許を一号から四号まで分けて、そして大きな証券会社には全部与えるけれども、それぞれの形に応じて全部を与えないというような免許制をひいたわけです。

その後も何回か職能分化といいますが、機能分化をしなきゃいかぬということが国会等で問題になって、何回もそういうことはあるんですけど、どうも今日、結局はそのままになっていて、恐らくあわせ持つことによる利益というものは相当大きくなって今日享受しているんじゃないかというふうにわれわれは思うんです。

松井 坂野さんがいまおっしゃったのはアンダーライターとディーラー、ブローカーの兼業の問題ですが、ディーラーとブローカーの業務をあわせ持つということにつ

いても大きな問題があるのです。証取法改正以前は、自己の計算による売買を中心に
して投資対象をふやしていったことですが、証取法の改正後はブローカーで必
要な限度、アンダーライターで必要な限度でディーラー活動をやりなさいという基本
的な考え方になったんじゃないんですか。

坂野 そうなんです。

松井 そういうふうに変わってきた。しかし、現実はまだ、はっきりそういうこと
にはなっていないという、さびしさがあるということですね。

二、ディスクロージャーの強化

(一)、山陽特殊製鋼の倒産

坂野 もう一つ、全然触れられなかった問題では、山陽特殊製鋼の倒産があります。
これがディスクロージャー強化のきっかけになって参ります。

松井 当時は、証券界のみならず、一般産業界においても倒産がどんどん起こって
いたんですが、証券局としては、倒産そのものよりも、投資家保護の立場から企業の
ディスクロージャーに焦点を合わせて、これを取り上げたのです。企業の体質だとか、
収益力だとか、財務内容のディスクロージャーということは、発行市場のみならず流
通市場においても企業内容の公開ということが非常に重要なことですね。ディスク
ロージャーというのは、もうすでに制定当時の古い証取法の中にもあるんですが、ア
メリカが非常に徹底しておる。わが国では粉飾決算で告発や起訴をしたり、あるいは有
価証券報告書の訂正を命じたりするのは、この時期が初めてだったと思います。
皆さん御存じのように、アメリカではSECがこういう権限を持っておって、ディス
クロージャーに非常に力を入れてやっておる。今度の日本における航空機疑惑問題が
明るみに出る発端になったのも、SECのそうした調査資料であったということでお
わかりのように、企業内容のディスクロージャーを徹底してやっている。このように

ディスクロージャーというのは証取法の目的を達成する上で非常に重要な手段だったんですが、証券局ができた明くる年の三月に山陽特殊製鋼が倒産した。これは安井君の企業財務課がやっておったと思うんだが……。

坂野　そうです。要するに、検査をして、そして非違を発見して、それを検察庁へ持って行って、告発までずっとつないでいくわけです。

(二)、公認会計士法の改正——監査制度の強化

松井　ということは、監査を徹底するためには、企業自身の経理を処理するルールというのか、体制もしっかりしてもらわなきゃいかぬ、無論うそついちゃいかぬけれども、同時に第三者としての公認会計士というものもしっかりしてもらわなきゃいかぬ。この制度もアメリカから導入してようやく日本でも地につき出したところだったのだけれども、まだあの当時までは一匹オオカミの公認会計士であっただんですが、山陽特殊鋼事件のときにアメリカと同じように、パートナーシップというんですか、

大きな企業を監査するとき、一人や二人の一匹オオカミの公認会計士がそれぞれ分担してやったって、組織的に監査するには、相手の企業が大き過ぎますね。このままじゃとっても監査の徹底ができないというわけで、証取法を改正したあと四十一年六月に公認会計士法を改正しました。

これも証券行政としては、大きな流れの重要な一環であつたと思うんです。

坂野 それまでは公認会計士は税理士とほとんど同じような仕事をやっております。た。

松井 税理士に毛の生えたもんだと。

坂野 監査というものはほとんど形式的だつたわけです。

松井 そうそう。アメリカのように大きく構えて監査をやらすんじゃないに、何か試行的なものという感じだつたんですね。

坂野 はい。本格監査が始まつたのは、やっぱり山陽特殊鋼の事件があつてからで

す。

松井　それで一匹オオカミでなしに、数人の公認会計士が組織的に監査できるよう
に監査法人制度をつくった。

坂野　それが四十一年の法律改正ですね。同時に非常に責任といえますか、公認会
計士の責任を重くした。

松井　そうそう、公認会計士の責任も重くなったわけですね。いまの日本の公認会
計士制度の発達の過程において、第一歩の基礎固めの時期であったんでしょね。

坂野　そういうことです。

松井　そうした会社のディスクロージャーに対する考え方、職業会計人としての公
認会計士の地位なり、仕事の内容の充実という意味において一つの画期的な時期が四
十一年であったと。証券局というと、われわれ証券業界のことばかり言っておるけ
ども、そうした証取法の大事な面を私すっかり忘れておりましたが、そうした企業内

容の公開制度の充実といいますが、それから職業会計人としての公認会計士の機能の強化といいますが、それらの基盤づくりというものができ上がった非常に画期的な時期であつたということが言えると思います。

(三)、証券取引法の改正——ディスクロージャーの強化

それからあと、外国証券会社で一回とディスクロージャーで一回あるんだな、証券法の改正は。

坂野　そうですね。ディスクロージャーに関しては、四十六年に証取法の大改正があるんです。これは四十九年の商法改正と並んで重要なものです。

松井　そうそう、企業内容の開示や監査の充実ということは、商法も証取法も一緒になつてやらにやいかぬのですが、一步一步改善を重ねて新しい時代の要請に応えていく必要がある。アメリカから見ると、まだまだディスクロージャーという点では遅れておりますが、しかし風土が違うからアメリカ流でやれというのは一概には賛成は

できないにしてもやっぱりディスクロージャーというのはもっともっと徹底さしてい問題でしような。

坂野 だと思ふんですけれども、これは実はやはり風土の違いといえますか、なかなか困難な問題でして。

松井 違う。

坂野 はい。さっき山特鋼の話が出ましたが、初めて日本でディスクロージャー行政というのはあそこから起きたようなものです。法律そのものが二十三年からあるんですけど、なぜかといいますと、企業内容を分析し、公開しましても証券の価格には余り関係がないという日本の特異の体質があるんです。まず、社債につきましては、ディスクロージャー不要というのが附則で早い時期についていますね。それから、株式については必要なんですけれども、ディスクロージャーをしようがしまいが非常に投機的な流通市場なものですから、余り重要な意味を持たない。世界で日本の

株式市場が一番投機的なんです。これは、そうじゃないという反論がたくさんありますけれども。

松井 回転率から見ればわかるね。

坂野 回転率やP E Rを見たって世界で最高ですから、それやこれやで日本の株式市場というのは非常に投機的な市場である。

どうしてかという、戦前の清算取引を扱っておった証券会社がほとんど株式市場の中枢を占めているということからきていると思うんです。したがって、発行会社がディスクロージャーしようがしまいが、そんなことは余り関係ない。そうなりますと、発行会社は高いお金を公認会計士に払って、そうして、やかましいこと言われてディスクローズするというのは一体どういう意味があるんだという基本的な疑問を持っておるわけです。四十年以降は、ちゃんとやらないと大蔵省に怒られるとか、公認会計士にしかられる、しょうがないという感じになってきたんですけれども、当然そ

れは本来のものじゃないんですね、本当のところは。

証券市場に上場して、そして資金調達できるという、そういう利益をもらっているんですから、自分の会社の中身をちゃんとディスクローズするというのは当然の義務なんです。そういう感じというものがいまだに少ない。そこいらが、銀行から資金調達できるという日本の企業と、アメリカのように、原則として銀行からは長期資金の調達をできない。いまは違いますが、アメリカの早い時期の産業界というものは、やはり証券で資本調達していったというようにその歴史が違うんですね。したがって、その資本調達のありがたみ、それに対してディスクローズするのはあたりまえだ、こういうところが違うわけです。

松井 去年証券百年のときに、日本経済新聞の企画で、前のSECの委員長であったヒルズ氏を呼んでぼくは対談したんですが、その時、御存じのようにアメリカ企業の海外不正支払いとか何とか、日本じゃ考えられないようなことまでSECがやか

ましく言っているんだけど、一体ディスクロージャーの基本原理は何なんだと聞いたら、企業が増資だとかなんかで自分の株式を売りやすいというのか、投資家に持たしやすいというのか、そのためにのみディスクロージャーはあるんだと。ところが日本じゃそういう感じはなかったね、まだ。

坂野　　ないです。

松井　　いまでもない。ヒルズさんはディスクロージャーの本旨とはそうなんだというのを詳しく言っていました。あのころアメリカでは、このほかにいろんな問題があったわけです。例えば環境破壊についてディスクローズしろとか、地域社会にどんな奉仕を企業がやっているんだということもディスクローズせよとか。アメリカでは、企業が自分で株式とか、社債という形で資金調達しやすいように、そういうものも一層徹底してディスクローズする必要があるんですな。

本来、恐らくディスクローズというのはそういうものでしょうな。

坂野 これは、やっぱり間接金融中心の国とそうでない国の差だと思うんです。やっぱり株式というものは、ある程度の会社になれば株式はもう発行する必要はないわけです。

一つだけその後非常におかしいのが時価発行だと思うんですね。これは、きょうのテーマじゃありませんけど、わが国の時価発行制度というのは私はまずいと思うんです。これは要するに、不当利得みたいなものです。

松井 企業の。

坂野 はい。これはきょうの議論じゃないですけど。要するに、まともに増資をする会社というのは、新規に上場していくような会社以外はないんで、そうならば株式資本のありがたみというのは企業家にとって、経営者にとっては感ぜられない、こういう時代になっちゃったわけです。ですから今後ともディスクローズは非常に重要だということをはいかに言っても、なかなか徹底しない。

松井 企業自身が心底からそういうふうに思う時期がなかなか来ないということ？

坂野 はい。したがって、処罰されるからとか、公認会計士がどうかということから、やむを得ずという感じが強いんです。その証拠に、四社初めアンダーライターの幹事証券会社がありますが、その幹事証券会社自身がディスクローズに対する認識論というものは非常に浅いですね。

松井 いまでも。

坂野 はあ。

松井 いまおっしゃるように、公認会計士制度もだんだん充実してきたというけど、最初のころは、あんな厄介なものが法律にあるから、しょうことなしに公認会計士を入れて監査させる、何でそんなことしなけりゃいかぬかという、本来の趣旨が徹底せずじまい。企業も公認会計士に報酬を払い、よけいなこともしてもらわにゃいかぬという感じが強かったですな。それがまだ抜け切ってませんかな。

坂野 抜け切っていないんじゃないでしょうか。そこへもってきて、アメリカのSECと比べて、ロッキードでどうか、日本のSECはどうしているかというような議論が出るということは、まるで実態を知らない議論だと思っうんですね。

三、公社債流通市場の再開

坂野 それともう一つ、三十七年の四月から公社債の取引所市場がとまっていたのが、それがまた開かれました。いよいよ国債が出るというのでそれを再開しなきゃいかぬということになったんですね。

松井 国債が出る福田さんのころの、それはやっぱり不況だから歳入欠陥があったのかな、あの年。

坂野 そうです。四十一年の一月二十八日に最初の赤字国債が発行されていますね。そして二月七日に四年ぶりに公社債の取引所取引を再開したんです。これは単なる出

来事じゃなくて、大変意義のあることだったんです、いまになってみれば。その後実
は取引所市場というものが形式的な値付け市場になってしまいうわけです、つい最近ま
で。それでことしの二月以来の国債の大暴落につながっていくわけです。だから非常
にこれは大きなことです。つまり、取引所取引というものが形骸化しておるから一時
証券不況時代は取引所市場をやめちゃったんですが、四年ぶりにやむなく再開するん
ですけれど、相変わらず形だけの取引所取引となっているのです。

松井　なるほど。それはやっぱり人為的な低金利政策をとったからですな、三十五、
六年の池田内閣時代のああいいう高度経済成長時代以来ずっと最近まで。ようやく最近
それを見直して、自由金利だとか実勢金利だとか言い出して、発行条件の弾力化がは
かられるようになってきたが、金利の自由化が完成しなければ、公社債市場というの
は、流通市場として十分に機能していかないでしょうな。

坂野　ええ。ですから、取引所に上場して流通市場をつくろうと思っても、その発

行条件その他に無理があれば、流通市場は必ずつぶれるということは、今日に至るまでつながっているんです。

松井 つまり、わが国では社債などによる長期の企業金融というのは、むしろ銀行の融資が大宗で、これが第一次資金調達の方法であり、社債というのは実はその追加的な、補完的なものとしか考えられてなかったんですな。

坂野 そういうことですね。

松井 つまり、間接金融が主体で、直接金融が従属した地位のまま長いこと置かれておった。

四、証券局創設前の証券行政

(一)、市場第二部の開設―過当なアンダーライター活動

松井 それから、証券ブームに一層拍車をかけ、かつ、その反動も非常にきつか

った原因に、第二部市場の開設があるが、これはあなた方のときにつくったんじゃないのかい。

坂野 そうですね。これは三十六年の十月にできています。私は三十七年に課長になったんで、私いないときなんですけど。あのととき、当時の店頭名柄が非常に取引が活発になって、それを取引所の中でやったのかね、廊下かどこかで。

松井 あったよ。東証の廊下みたいところで。

坂野 そうですね。取引所の廊下あたりで。

松井 もちろんそれは正式市場と認知されないうままです。

坂野 それが非常に活発になり、かつ、収拾がつかないんで、むしろ二部市場というものをつくって吸収して、ちゃんと認知した方がよからうという意見が強かったんですね。ですから、非常に言葉は悪いですが、不純な動機でできたんですね、二部市場というものは。不純な動機という言葉を使う意味は、厳選していい銘柄だ

けを二部市場に入れるわけにいかない。つまり、わいわいやっているやつをほとんど全部拾わなきゃならぬ、発足時においてそういう制約があったわけなんです。

したがって、本来取引所の上場基準からいえば、問題があるような銘柄も、よほどひどいものでない限りみな入れちまったわけです。それが後に二部市場が大荒れに荒れる発端になったわけです。

そうして、二部市場ができる前からそうだったんですが、できてから、さらに四社を中心とする幹事競争が激しくなる。東海道線の各駅停車の列車で各駅へおりて、一駅ずつ町を見て、ちよつといい会社があれば、「わしが幹事になるから上場しませんか」といってやったという逸話が残っております。そういう小企業の株式を四社がどんどん集めまして、上場するまでの間、育成するために自分が手持ちしたりなんかして。山一証券が一番それがたくさんあったんです。山一がああいうことになった一つの大きな理由は、上場競争、幹事競争ということもあったわけです。そ

れが三十九年の不況で上場している企業自体がかなり苦境に陥って、株券が紙切れになっちまったわけです。

松井 つまり、アンダーライターの過当競争ということですね。

坂野 はい。

松井 だから、本当のアンダーライターとしての節度ある行動をすればいいものを、過当競争でたとえ二部市場であつても上場する資格のないものまで上げる。しかし、あの当時はいいい意味において、そうした中堅企業に資金調達の場を提供するということで、あの時の山一の社長、大神さんだつたと思うが、企業側の評判は非常によかつたように思う。

坂野 そうなんです。

松井 資金調達の便宜を与えてくれるということ。ところが、最後はそういう株を証券会社が自分で抱え込みにやらぬ。つまり、力以上であり、本来のルール

を無視したアンダーライター活動に走ったということでしょう。山一の非常に不幸な原因の一つになったということですが、企業側は大神さんを買っている人が多かったという話を、あの当時私は聞いたことがあるんです。残念ながら無軌道に、かつ、ルールなしに、自分の力を越えて二部市場への上場競争をやったということですね。

坂野　その軍資金が、さっき言われた運用預かり。

松井　ああそうですか。

坂野　お金は幾らでも運用預かりによってつくることができるといふ過信が証券会社にあつたということでしょうか。しかし、いま金融の方の側の歴史を書いている人に言わせますと、その間、銀行は非常に頭がいいとか、ずるいとか、そういう中小企業を金融から締め出す、そうして銀行に締め出されたような企業を結局証券会社が拾っていく。したがって、ああいう証券恐慌が起きた一つの大きな

理由は、やっぱり金融機関としてかなり責任があるんじゃないか、というような言い方をしている人もいるわけです。

松井 本間にいい企業なら、金融機関で上場まで自分がむしろ融資をしたり、もつと育て上げていく。それを金融機関が排除したものを証券会社が拾ったと。ああそうですか。

坂野 いまでも増資をするときに、いい会社ならば銀行に相談しているわけです。

松井 そうそう。

坂野 アンダーライターにまず相談するというのではないわけです。

松井 いまでもこそ増資だとか、新規上場だとかには非常に厳格な規制、規則があって、証券会社も本来のアンダーライターらしい機能といえますか、いい企業を選ぶという姿勢ができてきたんですが、当時はまだそういうルールも姿勢もなかったということですか。

坂野 まあ極端に言えばそういうことになるかと思っています。

松井 ぼくが最初に言ったように、まだ未成熟な体質のまま、少しはったりを
きかした大きな仕事をやり過ぎたんでしょうな。

坂野 おっしゃるとおりですね。やっぱり信用の仕事というのは、信用を備えた
人が扱えばいいんですが、十分信用が備わってない人が信用創造をやろうとすると、
破綻を来たすということだと思えますね。ですから、戦後日本で信用創造をやるこ
とができたのは、もちろん銀行ですけど、もう一つ商社があったんですね。それか
ら証券会社と、この三つあったんですね。商社も一時非常に問題があったんですけ
ど、御承知のとおり商社の場合は両建て。金を借りると同時に貸すということで、
信用創造の力を得たわけです。証券会社も運用預かりということで信用創造の力を
得たんですけれども、その中で銀行と商社はずっとそのまま信用を維持している。
証券は惜しいことに四十年不況で破綻を来した、とこういうわけだ。それから、運

用預かりももう少し信用度に応じて伸ばしていけば、うまくいったんですね。

(二)、財務管理通達

松井　でもね、そういうことは、識者とか監督者としての大蔵省の幹部はよくわかってたんじゃないの。例えば君の時代に、特に非常に厳格な証券会社の財務体制の改善について通達を出して、それが有名になった。あれは何年ごろですか。

坂野　あれは三十八年の七月ですね。私が理財局の証券二課長になったのが三十七年の七月。それで、そのときに、一週間か十日にして証券会社の体質がわかっていったわけです、大変だということが。そのころ大蔵省の幹部で大変だと思っている人はだれもいないわけです。私は秘書官をしておったんで、前の大蔵大臣だった水田さん、そのときは何も役目はやっておられませんでした。水田さんのところへ行きまして、大変だという話をしたら、「そんなことはないだろう。証券界いま隆盛で大いにやっているじゃないか」と。

松井 水田さんもまだそんな感じだったですか。

坂野 ええ。本当に大変なんだという話をしましたら、「そうか。それじゃ君、それは大変だけでも、信用問題だからうまくやれよ。大変だ大変だと騒ぎ回るなよ」という話がありまして、局ができるまでの流れは全部そこから始まっているわけです。

松井 それで、一番重要な運用預かり、それは節度を守りなさいと言ったけども、ああいう道を開いておいちやいかぬ、ストップすべきだという、そういう急激なブレーキは踏めなかったわけか。

坂野 踏めなかったんですね。そこで結局財務管理の通達というのは、いま現在生きておるところの健全性省令、ほとんどその中に入っているんですけど、やっぱり自己資本の関係とか収益力とか、いろんなことから借金の限度とか保有有価証券の限度とか、そういうもののルールをつくりまして、それ以上はいかぬという、大

きさで規制しようとしたわけですね。方法そのものを断っちゃうんじゃないくて。

松井 ああそう。借金の限度も、したがって保有有価証券の限度も抑えられますな、自然に。量的規制を考慮した。

坂野 はい、量的規制。

松井 運用預かりという制度自身が非常に危険な道を歩んだということ、急ブレーキを踏んで制度をやめさすということをやると、ガタがくるな、あんな時期に、新しい信用を受ける道を閉ざせば。しかし、相当強い量的規制をしたんじゃないですか、君のときに。

坂野 相当強いですね。

それからもう一つは固定資産の取得制限です。四社は一年間に三十店舗ぐらいふやしておったんですから。いまの金融機関から見たって、一年に三十新しい店を開くということは大変なことなんです。それをまず新店舗ゼロというようにことで量

的規制に徹した。

松井 財務体質を強化するために、量的にそういう信用を受ける運用預かりの有価証券を限定し、店舗の新設も規制したと。

坂野 そうです。

松井 人員はどうしたんだ。

坂野 人員はないんです。これはちょっとやりようがない。

松井 それと、何かやっぱり競争しておったじゃないですか、四社が。

坂野 そうです。それは店舗で……。

松井 店舗行政で間接的にそれを抑えたわけですね。

坂野 そんなことだったんですね。

(三) 証券会社行政の経過

松井 法改正までの登録制時代にも、免許制に近いような証券行政を実際にやっ

ておったんじゃないんですか。

坂野 やっておったんですが、登録制が非常にいいというか、大蔵省として楽なことは、へたった会社が出てくれば登録取り消しをすることができた。したがって、世の中から消すことができた。免許制になれば簡単に取り消せない。

松井 だから、登録制にもいいところあるんじゃないかと。ぼくが証券局へ来たときもそういう考え方がまだあった。

坂野 それで、証取審の小委員会で私どもは徹底的に免許制に反対したわけです。というのは、登録した証券会社はそのところまだ四、五百社ありましたですからね。最も多いときは千何百社があったんですけど、まだ四、五百残っていたかな。それだけの会社のうち免許制を採ればどのくらいにしぼることになるだろうかと。そうして百ぐらいにしぼれば相当いい会社だけになる。しかし、二百とか三百になると相当悪い会社もたくさん入ってくるんじゃないか。それがまた後で問題を起こし、つづ

れたりすると、今度は、さっき言われましたように、大蔵省の責任が大事なんで、非常にこわいわけですね、行政やっている者としては。白紙でやるんなら非常にいい制度ですけど。だから猛反対したわけです。その猛反対に対して審議会の小委員会の委員の方から非常に強い反対というか、要請があつて、つまり、証券行政がそういうふうに腰を引いてやってたんじゃいつまでたつてもだめだ。自分で責任をかぶると。

松井 責任をかぶれということか。

坂野 ええ。という非常に強い御主張があつて免許制になるんです。免許制になるときに、東京はそんなに悪いのばかりじゃないですけど、地方にはかなり大変な会社がたくさんありました。各財務局が免許へ持っていくまでにいろいろ検査をしたり、なにかして、自発的にやめてもらうとか、合併してもらうとか、そういうことをずいぶんやったんですね。

松井　ぼくは、さっき言ったように、非常に暗い時期に証券局ができて、それやれと言われて往生したが、その前に、ぼくらの前任者にはいい時代があったはずなんだ。三十五年、六年当時、証券部のときに、走り過ぎたとか、これは大変だとかいう、そういう感じや危機感というものはなかったのかなと思う。

坂野　なかったんですねえ。あるいは、あっても余り言わなかったのか。

松井　世の中に流されて……。

坂野　どっちかわかりませんが、やっぱり三十四、五年ごろ、投信委託会社の分離ということはありましたけど、その他は進軍ラップというか「進め」という指導行政が非常に強かったんですね。投資信託の枠をどんどんふやすとかね。

松井　つまり、金融機関群に対抗するだけの力を何とかつけてやろうと。そして、車の両輪としての一つの輪を力づけようという進軍ラップの時期であつたわけですか。

坂野　　そういうふうに私は考えておりますけれども、投資信託の枠を毎年大きくふやしていったし、さっき申し上げましたような店舗をたくさんつくるといようなことも。証券会社も非常な勢いでそのころ発展しておりますから、まあ行政としてはかなり締めたつもりだけれども、結果としてはずいぶんふくらんじまったということなのかもしれませんですね。これは意識的にやったのか意識的でないのかというのがいまだにわからない。

松井　　というのはね、いま中国が盛んに近代化を言っておるが、パーレビ国王のおったあのイランの場合、近代化を急いだために大きな破綻があったわけだけれども、その辺の調節が難しい。証券市場というものは、銀行の短期資金市場に相對するぐらいの力をつけにやいかぬと、それが日本の經濟運営で必要だという認識はいいんだけど、未成熟な証券会社群を相手にしてそういう近代化というのか、資本市場の確立へ向かつての進軍ラッパが早過ぎたんじゃないかな。

坂野　そういう感じですね。

松井　というのは、それなりの体質があり、ルールができておればいいんだが。たとえば、坂野通達のような財務体質あるいは営業姿勢についての基本的なルールというものが確立した上での進軍ラップであれば、ぼくはよかったと思うんだけど。

坂野　ちょうど「銀行よ、さようなら」というのがその時期の話なんです。

松井　あれは何年、三十五年？　六年？

坂野　五年くらいかな。

松井　ダウが一番高いのが三十六年の七月十八日で、千八百二十九円と出ているんだ。

坂野　そのころです。

松井　やっぱり、組織、陣容、ルール、内部規律、そういうものが確立しないまま走ったということですか。

坂野 どうも歴史的に言いますと、そういうことでございますね。

松井 坂野通達が何年だった？

坂野 三十八年七月です。

松井 今にして思えば、近代化というか、証券市場の拡大を急ぐときに、坂野通達のような基本的な考え方が、三十五年ぐらいから確立しておれば、よかったんじゃないですか。そういうルールなり、姿勢なり、マネージメントの正常な組織なりが確立する前に走り過ぎた、監督官庁もラッパを吹いたということですか。

坂野 一番そのことを端的にあらわす話が、池田さんが総理のときなんですけれども、証券界が証券税制で陳情に行ったわけです。利子をあれだけ優遇しているのに、配当も個人株主にもっと税制で優遇してくれと。そのとき池田総理が、あれだけ証券界に肩を持った方であるにもかかわらず、「大衆投資家が本当に安心して証券会社にお金を預けることができるような時代が来れば、私は税制はうんとやって

いく。しかし、どうだ。いま銀行にはみんな安心してお金を持っていくだろう。証券会社には銀行へ行くと同じ気持ちで安心してお金を預けているだろうか。それを君たちよく考えろ」ということを言われたんです。

松井　つまり、証券会社の自助努力で社会的信用を得るまで、みずから努力し、成果を上げなさいと。それからの問題であると。

坂野　「そうしないと、自分は応援してやりたいけれども、やっぱりそうはいかぬよ」と。

松井　だから証券界の実態を非常によく御存じだった。そういう証券会社自身の体質強化が整備されないうちに余り走らしても危ないと。そういうとうとうとした感じ、池田さん持っておったんですな。

坂野　そういうことですね。なかなか名言だと思えます。これは私が話で聞いたものですが、首脳部が帰ってきてがっかりしましてね、総理に頼めば何とかなると

思ったけど、こう言われちゃったんだよと。

松井　だから、見ている人は見ておったんですな。

五、バイカイの禁止―売買仕法の改正

坂野　もう一つ、バイカイの禁止というのがあるんです。

松井　あれはいつごろやったんだ。

坂野　最後は四十二年（十月二日実施）ですけれども、それまでも、やっぱり証券会社の体質改善の一連の問題として、かなり早い時期から規制が行われてきていました。そのこと自体は、売買手法の一部を変えろというふうな技術的なことのように思われるかもしれませんが、そうじゃなくて、非常に本質的な問題なんです。証券会社が三十年代の半ばごろから急激に膨張して、さっき申し上げたやり方でどんな営業を推進していくときに、非常に役に立ったのがこのバイカイなんです。大

ぜいの人の注文を一括して、しかも自分のねらう値段で売りつけたり買いつけたりすることができる、そういう手段がバイカイなんです。

どうやるかというところ、大ぜいの人たちから注文とりまして、何百何十円でどの株を何万株買ってあげますということをお客さんからあらかじめ約束することが出来るわけです。そして、取引所で自己売買でその値段をつくっておいて、できた瞬間に自分がたくさん手持ちしておるその銘柄を、百万株とか何百万株をお客さんと約束した買い注文の固まりと対当させまして、その値段で売買ができ上がったという形をとるわけで、こういうことができたのがバイカイです。

もともとバイカイというのは売買と書くんですけども、バイバイと読んじゃうものなんです。バイカイとかたかなで書くんです。これは、徳川の末期に、お米の清算取引の、いまで言うべきたく売買みたいなことですから、この仕法から生じたもので、自分で注文した価格が不利になったときに、反対売買を自分で立てまして、相殺

して、その売買から逃げる手段としてできたのがバイカイなんです。そのバイカイというものが、取引仕法として有効か無効かということで、明治、大正年間に清算取引の関係で幾つも訴訟が起きて、いつも裁判所で問題になったりするような仕法だったんですけれど、戦後も三十年代になりますと、証券界が、特に大手証券会社が大量売買を即時に執行する方法としてこれを使ったわけなんです。

それをどんどんやっていきますとどういうことになるかというと、取引所不要論につながるわけなんです。自分がたくさん手持ちしているものをお客さんに売りつけ、あるいはお客さんが売ってきたものを全部買ってにおいて、自分の手持ちに振りかえる。投資信託との間でもそういうことができるというように、何も取引所というものが要らない。自分の会社が即取引所であるという思想につながるわけなんです。したがって、証券取引所というのは、小さい証券会社が集まってやるところであって、われわれ大きな証券会社は、あんなところを必要ないんだというような考え方に

まで発展していったわけなんです。それに対してバイカイを禁止すると、四十二年にそういう措置がとられるんですけれども、証券恐慌以来バイカイを禁止するというころまでは、証券会社にとっては非常にやりにくくなるわけですから猛反対があつて大変だつたんですけれど、結局そういうことが行われた。今でもクロス商いといつて似たようなものがありますけれども、当時のバイカイのように自由自在にはやれない仕組みになっているということだと思います。

松井　そう。バイカイの廃止は単なる売買仕法の変更ではなく、大きな証券会社にとっては、縦横無尽に、いわゆる推奨販売をやつておつた営業政策の基本に響く問題でしたね、あれは、一般投資家を対象に株をはめ込んで、ピープルズキャピタリズムをつくるというのは、それは結構なことだけれども、バイカイというのは、あらかじめ株を仕込んでおいて自分で値段をつけて、その値段でお客さんにはめ込むということが中心だった商いですが、いわば取引所市場を無視した、市場を仮に使つた四社の

分割市場であつたと言ってもぼくはいいと思うんだよ。そういう勝手な、しかも營業の基本姿勢を改めさせるという意味で、バイカイの規制や廃止は単なる市場内における売買仕法の変更というものの以上に大きな意味があつたことは、いま坂野さんがおっしゃるとおりだろうと思います。

坂野　それで当時大問題になつたわけです。

六、質　疑

(一)、証券行政機構縮小の経緯―証券取引委員会の廃止

大森　いまのお話に関連してちよつと御質問よろしいですか。

坂野　はい、どうぞ。

大森　証取法が占領期にできましたときは、アメリカの証券取引制度がほとんど直訳的に取り入れられ、行政機構もSECにならつて証券取引委員会がつくられま

した。そのときに占領軍の方では、証券行政機構というのは、池田大臣がびっくりするぐらいの大きな機構をつくるようにというよう言い方されたそうですけれども、それが二十七年占領が終わってすぐに証券取引委員会が廃止され、本省の理財局証券課に縮小されてしまったということですが、もっともそのころはちょうど占領期の不況から回復して、だんだん株価もよくなってきたし、余り問題もなかった時期だったんでしょうけれども、それにしても非常に簡単に大蔵省の側も機構を縮小してしまったのではないかなという気がするんですけど、そのあたり。

坂野 それはもう非常に重要なことなんですネ。

大森 それがその後の証券検査であるとか、いまおっしゃったような財務の公開の問題とかに関連して、もちろん日本の体質がそれを必要としなかったというのはおかしいかもしれませんが、結果的にはその後の不況の温床をつくってしまったのではないでしょうか。

坂野 ええ、それは非常に重要なことなんです。証券取引委員会という大きな機構ができたこと、そのとおり。ところがですね、行政委員会というんですかね。

松井 そうそう。

坂野 そしてその頭は、民間の方が委員長をやられて、三人の委員がおって、というように形は非常にいいんですけど、やっぱり行政というのは、行政の伝統というんですかね、そういうものが相当にないとやっていけないんですね。どういふことになるかという、業界の陳情に遭うと、一たまりもないんですね。したがって、その委員会のもとで、まず証券会社の監督に関するについては、かなりいいかげんなことになっちゃったわけです。それから、証券の発行に関してはディスクロージャーに関する法律がありますし、非常にやかましいことも言った時期があるんですけど、まだ公認会計士もそのころはほとんどだめですし、何てのかな、むしろ非常に不評を買うなど、ディスクロージャーに関しても変な制度だということ

で、なじまなかったに近い。そういうことで、やはりこの機構はだめだと、本来の大蔵省の行政に戻すべきだという意見が非常に強かったようですね。

それで、本省に戻ってきたんですが、初めは二つの課だったのがまたさらに一つの課になるんですけれども、そのところは、実はこれは大変な歴史的な事情がございましてね。もともと昭和十六年に商工省から移ってきた証券行政に対する大蔵省幹部の認識論というのは、非常になかったんですね。私も直接ある先輩に言われたことがあるんですけど、証券行政というようなのは、大蔵省のエリートがみずから手を汚してやるべき仕事でない、そういう思想が非常に強かったんですね。これが、一遍にぎゅっと機構が収縮した一番の理由だと思います。結局縮小し過ぎちゃって、後でまたそれをだんだん広げていくのに大変手間がかかったんですけど、いまから言うと、夢みtainな話ですが、当時の証券業界の社会的地位というものが非常に低かったということじゃないでしょうか、率直に申し上げて。

そうして、資本調達とか、そういう言葉はりっぱですけど、実際は庶民からあくどく金を巻き上げるような業界だというぐらゐの評価しかなかったんじゃないでしょうか。それこそ、登録制で千何百とかにタケノコのように新しい業者がどんどんふえまして、そしてそれを検査し、取り締まらなきゃいかぬにもかかわらず、そっちの方は手が足りなかったのか、あるいはそのヘッドが民間であつたからなのか、どっちの理由か知りませんが、まるでだめだったわけです。むしろ、証券取引委員会自体は弊害の方がうんと大きくなつちまつたことは事実なんですね。

松井 いまおっしゃるように、アメリカとの違いというのは、アメリカの開拓時代に鉄道を敷くというので、金をわっと集めて、ドロンするといった事件が非常に多かつたんですね。日本はああいう顕著な例は余りなかったんじゃないですか。

坂野 増資に関してはそうですね。

松井 したがって、発行市場をもう少し拡大しなきゃいかぬ、アンダーライター

の責任をもっと重くせにやいかぬ、会社の新設なり増資なんかについても、もっと民衆がだまされぬようにせにやいかぬという感覚がアメリカよりも薄かったように思いますなあ。おっしゃるように日本の株式市場は投機市場なんだと。投機的色彩の濃い流通市場であるけれども、それがひいては資本調達の機能を持つようにはなっておるんですが、流通市場の中でも投機取引が中心だったし、そういうものを大蔵官僚が全責任持って指導監督するのも、どうもというような感じがあったんでしような。アメリカでは、本当に鉄道会社がインチキで、資金集めてドロシたといったような事件が盛んにあったものだから、SECの権限もしつかりしなけりやならないという社会的、経済的な要請が非常に強かったと思います。しかもそれが早くから、一九二九年の恐慌以前から問題になっていたね。

坂野　ですから、アメリカの州法を見ますと、株式とか社債の発行に関しては届出制なんだけれど、ほとんど許可制に近いようなルールをやったところがずいぶ

んあるんですね。ただ、許可というとオーソライズされるもんだから、後でその証券がましくなったときに、政府とか州が責任を持たされる、それで許可制というのができないんですね。やっぱりどうしても届出制にせざるを得ない。それから、届出制でも条件を非常に厳しくと許可制に近いものになる。アメリカの州法にはいまでもそういうのが残っていると思います。

それから、戦後司令部自体が日本に対して、もうあらゆることでそうなんです、証券取引制度についても本国のやつを持ってきたんですけれども、日本では間接金融中心で、証券市場というものが資金調達の面から余り意味がないんだというようなことは全然わからなかったんじゃないでしょうか、恐らく。SECをつくれというようなことを言ったのも恐らく同じ事情からだと思います。ですから、SECをつくらない法律をまず前の年に持っていて、それでそいつがだめになるんですね。あれ、二十三年法というのかな。二年法か。そして、一年で今度は委員会を入れて、もう

一回持っていくわけだ、法案をね。

松井　そして委員会だけが動いたんですか。

坂野　委員会だけ。それまで理財局証券課というのがやっぱりあったんですね、委員会できる前に。そこにいまの防衛庁長官（山下元利氏）なんかがいて証取法解説など書いた。

古橋　二十二年法に委員会の制度が一応あって、そこだけが施行になりました。

坂野　あっ、そうだ。

松井　二十二年法ですか、そこだけが施行になったのか。

大森　ただ、二十二年法の委員会は、いわゆる行政委員会ではなくて、ちょっと性格が違うので……。

古橋　ええ。余り権限は付与されてなかった。

松井　それ二十三年法で修正したの？　委員会の。

古橋 はい。規則制定権なんかを加えたんですね。

坂野 ああそうか。

松井 そこでアメリカのああいうガバメント・エージェンシーらしい委員会になるんですか。

古橋 そうですね。しかし、まだ、アメリカのSECは独立の機関ですが、日本の証券取引委員会は大蔵省の外局ですから。

坂野 外局だったわけか、やっぱり。

古橋 はい。規則制定権は二十二年法にはたしかなかった。そういうのが二十三年法についたわけです。

(二)、証券取引法の趣旨

大森 もう一つ、証取法をつくったときの趣旨というのが、間接金融だけじゃなくて、資本市場を育成するというか、資本調達の機関としての証券市場の育成とい

うのが中心課題だったんじゃないかと思うんですけど、それがその後実態とは明らかに合わなくなり、また占領期にも非常に焦点が変わってきて、そういうようなことで……。

坂野 証取法ができた当時のかけ声はそうだったけれども、実態はなかなかおっしゃるように、そのようにはなっていなかった。やはり朝鮮事変が済んで、少し産業界が明るくなってきて、二十八、九年ごろぼちぼち資本調達ということが起きてきたんじゃないでしょうか。で、そのときに二十八年の法律改正というのがありましてね。そのときに、いまから振り返ってみると、まるで資本市場とかなんかがわかってなかったんじゃないかと思うような改正をしておるんですね。当時した人がまだおられますから、余り言うと思口になります。が、何ちゆうことをやってくれたんだという改正がそこへたくさん入っているんです。もしそのところで改悪を行わなければ、その後ずいぶんよかったらと思う。つまり、働いてない条文を不要

だといっけずいぶん切つてあるんです。いまでも欠番になっているのが残っていますけれども。ところが、それが本当は大事な条文だったんですねえ。そんなものもあるんです。したがって、およそ資本市場とか、資金調達とか、ディスクロージャ―という観念は、やっておられるわれわれの先輩自身もよくわかってなかったんじゃないかと思うんですね。そして三十年ですかね、松井理事長が課長をおやりになった。三十年に平田さんが次官になられて初めて大蔵省に資本市場というものがこれから必要だと、そしてこれを育てなきゃいかぬというので初めて正式のキャリアを課長に据えたわけですね。それまでは余りそういう人事面でも、一流人物を派遣しないという、さっき言ったような思想から、なっておったんですね。

松井 それ以降も流通市場と発行市場の監督の課が違つておつたんと違うかな。

坂野 そうです。

松井 経済課と証券一課、二課と分かれた。まだそんな認識であつたんだな、大

蔵省自身が。

坂野 三十七年に証券部ができて経済課は理財局で別のあれですから。そして証券局ができるときに、その経済課を証券局へつけるのか、理財局がそのままとっておくのかという大論争になったんですから、驚くべき話なんです。ですからやっぱり、いま考えれば何でもないのですけれども、新しい思想の転換というのは、ずいぶん年月がかかるものなんですなあ。

そうして、証取法もその後いろいろ改正されましたけど、その司令部がほんと向こうの法律を持ってきてそのまま翻訳した条文がまだまだ働かないままに残っておる条文がたくさんあるんです。しかもそれが本当は証券行政の一番骨になる非常に大事な条文なんです。特に流通市場の規制に関しては非常に重要な条文がたくさんあるんですけれども、翻訳法のままであるものだから、いまだに全然動かない。これをどういうふうに動かしていくか、あるいは法律を改正していくのか、そういうこ

とがこれからの証券行政の一つの大きな課題になっています。

松井 先ほど坂野さんおっしゃった、向こうの法律の引き写しで、日本へ適用しても動かぬというので廃止したりなんかする改悪の話がありましたですがね。たとえば株式の買い占めなんて、いま非常に問題になっていますが、新たに発行会社の株を一〇％を超えて持つようになったら、持った人がディスクローズする必要があるという規定があるんですよ。その後の移動もずっと報告せにゃいかぬという、あれがなくなっておるんだな、大事なことが。いま時分あれば必要な条文だったというんだ。(笑声) そういう反省がありますね。アメリカではその関係の条文はずっと生きておりますが。

坂野 それから、内部者取引といって、会社の大株主とか役員が当該会社の株式を売買する行為ですね。これいまでも盛んに行われておって、非常に弊害が大きいんです。大株主や役員は、自分の会社がどうなるってことを一番よく知っています

から、それが自分の会社の株をいじって差益を受けるということは、一般株主ないしは一般投資家に対して大変アンフェアな行為なんです。そういうことをやって不当利益を得たやつは会社はその利益を返還しなけりゃいかぬという条文があるんですけど（証取法一八九条）、それも松井理事長がいわれた役員、主要株主の所有株式数の報告義務を削除したため、空文になっちゃって、ないのも同然なんですわね。

松井 数年前に大阪の大きな合板会社がつぶれましたですな。あのとぎの主たる株主だとか役員は、事実売り逃げておるんですわ。ところが追えないんだ、いまの法律では。

坂野 惜しかったですな。

松井 坂野さんおっしゃるように、改悪の面もあったでしょうな、動かないとい

うことで。

坂野 それは悪とか善とかいうよりも、何であるかもわからないわけですよ。

松井 なぜそれが入っておるかということが。

いまおっしゃったインサイダー取引。例えば鉱山会社なら、新しい金鉱が発見されたという情報は、その役員が一番よく知っておるわけだ。だから、役員などのインサイダーが情報が外部へ出るまでに前もって自分の会社の株を買うでしょう。しかし一般には知り得ない極秘の情報を役員が持っておるという、そういう地位利用をしちやいかぬということです。アメリカでは、いまでもそのような問題での法廷闘争が盛んですがね。日本では一向にそういうことが問題になつてませんが、現にそういう悪いことが行われているということが事実ありながら、有効な規制方法が日本にはないということは非常に残念なことです。

(三)、六十五条問題

大森 そのところで例の六十五条というのがあるんですね。

坂野 六十五条論はまた別なんです、いまの話とは。六十五条論は、きょうの話題である免許制採用時の改正論議のところでは、ほとんどまだ問題になっていないんです。これはどこから問題になってくるかという、やっぱり国際化が進んでIMF八条国移行以後からなんです。そして日本の企業が外国で証券を発行する。そのときに外国の証券会社あるいは外国の銀行、ヨーロッパの銀行が引受けをやるわけです。

松井 アンダーライターをね。

坂野 ええ。ということは問題ないんですけども、日本の証券会社の出先のほか、日本の銀行の出先、これも現地法人つくっていますから、アンダーライター業務に参加できるわけです。

そこで、日本の銀行の出先である向こうの現地法人がそれを引き受けていいか悪

いかというところから議論が沸騰してくるわけですね。国内ではいけないということになっているんだけど。まずそういうことが、四十五年にロンドンに国際合同銀行と日本国際投資銀行をつくったところ初めて問題になったわけで、六十五条論というのはずっと後の話です。免許制のところには六十五条論というのは、全然何の問題もなかったんです。もちろん、条文は司令部の意向で二十三年法に定められたものですから、昔からずっとあった。

松井 実は六十五条問題というのは、四十一年福田蔵相のときに国債が発行され、その引受契約の中にすでに問題があるんでしてね。本来アンダーライターというのは、将来ほかに分売する目的でもって発行者のために全額を引受け、売れ残ったら自分で持つという残額引受契約であります。アンダーライターというのはそういう仕事をするものです。それは本来、募集して大衆投資家にはめ込むために引き受けるんですが、日本の場合は証券会社がそういう力がないというわけです。

国債発行が始まってから発行額の一〇％ぐらいは証券会社が大衆にはめるといふようなルールでずっときておるんですが、大宗はやっぱり銀行のような大衆から預金という形で金を集めた金融機関が、自分の投資物件として持つ一種の買い取りなんですね。そういう投資物件としての買取者である金融機関と、大衆に分売することを前提にした本来の引受業者であるべき証券会社が一体になったのが、国債の引受契約なんです。いまもそういう情勢がずっと続いておるんですね。またそれが問題の発端であり、現在の一番大きな問題だと思いますがね。しかし、いまでもアンダーライターたる仕事を証券会社が全部引き受けているというんじゃ、とつてもまだ大衆に売り切ることができません。金のたまっている金融機関が九割引き受けるんですから、これは本当は買い取りなんですね。そういう連中と証券会社が一体になった引受契約というところに、まだはつきり割り切れてないところがあると思います。

(四)、税制問題

寺田 証券会社の税制面に対する証券局と主税局との裏話というか、もう一つは、赤字国債発行の閣議決定以前の大蔵省でいろいろ論議されて、それに対する功罪とかいろいろあったと思うんですが、その裏話などお願いしたい。

松井 いま話した国債のアンダーライター契約のとき、証券界は力がなかったけども、証券会社が本当の意味における引受者なんだという思想を貫こうとしたんですがやっぱり金融機関が非常に力があり、金融機関に買ってもらわんと国債というのは消化できぬというわけで、ああいう形になった。したがって、証券会社が本来の意味におけるアンダーライターとしての地位とか名誉とかいっても、国債発行に關しては初手から貫徹できなかったですね。その流れがいまも続いているというのが一つ。つまりそのときには、国債発行懇談会とか何とかいろいろなものをつくってやった時期がありますが、証券界の代表が出て行ってやったけれども、結局国

債を引き受ける幹事団の御大はやっぱり都市銀行だったですね。

坂野 ええ、そうですね。

松井 税制はね、これもおかしい話なんです。ぼくが主税局で三年やっておる間は、減税の問題が多かったけれども、利益留保のための損益調整になるような引当金なんてのは、できるだけ切っちゃおうということ、なかなか証券界の言うことを聞いてやらない、むしろ突っ放しておったんだけど、今度証券局へいってみたら、証券界が大変だというわけで、反対に利益留保になるような売買損失準備金というのをつくった。主税局におるとき、そんなものはだめだと、税制の本来からいって筋が通らぬと言ったけど、いよいよ証券局へいってみたら、証券界が危ないじゃないか、つぶれかかっている。それで今度は立場をすっかり変えちゃってね、主税局を攻撃して、売買損失準備金というのはあの時期にできたんでしたねえ。

坂野 そうです。あれだとか証券取引責任準備金は前からあったんでしたか。

松井　そう、前からあった。

坂野　外務員が事故起こしてというやつね。

松井　お役人というのはいしやうがないなあ。局から局へ異動すると、あしたから真反対のことを言わないかんことになる。仕方のない面もあるがぼくにはあの悩みがあったですな。

坂野　いまの税制で、一つ大蔵省秘話といえますかね、もう消えちゃったかもしれないけど、投資信託がうまくいかないということで、投資信託をいまみたいなファンドじゃなくて、投資会社という会社にして、そうしてその株を一般投資家に買ってもらふということにしますと、運用がいいか悪いかで株価が上がったり下がったりするものですからね。

古橋　会社型投信ですね。

坂野　そう。会社型投信というやつですが、外国にはあるわけです。それにした

らしいじゃないかと。そうすると、運用が下手なやつは株価がどんどん下がっちゃうから、すぐわかつちゃう。そういうところから運用の良し悪しが非常にはっきりするし、いいんじゃないかというんで何回も証取審議会で、それがいいということ
で主税局へ持ち込むんですけども、だめなんです。絶対にだめだということ、
とうとうつぶされちゃった。つぶされた表面の理由というのは、法人税の二重取
りを排除してくれということですが、それができないということなんです。つま
り、組み入れてる株はどっかの会社の株なんです、会社型投信の発行する株とい
うものは、いわばそのまた株ですから、法人税が二重にかかるかっこうになるん
ですよ。つまり、中身の株を売り買いした売買益は、個人と違って法人の利益で
から、そうするとまたそれへ法人税がかかるということ、そこを排除してもらわ
ないと会社型投信は成り立たないわけなんです。しかし、主税局はそれは絶対に排
除しないということで会社型投信の構想はつぶれるんですが、本当はそういう技術

論もさることながら、やはり日本の投資信託というものは大丈夫かいなという思想が主税局に非常に強かったんですね。あれだけの大事件を起こした投資信託をまた何とか投信といって、新しい変なものを始めるというのは心配だという気持ちが非常に主税局に強かったようですね。しかし、そういうことを言うと、証券界や証券局に対して失礼というか、悪いもんだから、法人税の二重取りを排除することはできないんだと、税制という立場から首を縦に振らなかったわけです。恐らくこれは、将来とももう浮かび上がってこないんじゃないでしょうか。

もしそれができていると、投資信託の姿というのはかなり変わったと思います。そのかわり、なかなか大きくなれなかったと思います。株価ですからね、しょっちゅうデイスクローズされちゃう。だから証券業界の中にも、自信のある人は賛成だったけど、自信のない人は余り賛成でない時期もあったですね。証取審議会で二回ぐらいやったんです。

松井 ああそうでしたか。ぼくの場合は証券税制の一番目の問題が、長期信用銀行が発行している割引金融債がありますね。九十五円何十銭で買って一年後に百円になって返えってくるという、一種の償還差益だな。これに長いこと税金がかつてなかったんですわ。そこでぼくは主税局のいまの財務調査官だったときに、何としてもこれだけは課税せんと不公平だというので、池田総理のところへ行って大分やったことあるんだけど、総理はもう一声で「やめとけ」と。総理言いおったら、もう何ともしようがないんだね。「やめとけ」と言うんだよ、おれが行くと。余り食い下がると、「どっちが総理だ」といってどなれたことがあるよ。その後幾分課税するようになったけれども、普通の利子よりもちょっと違った源泉徴収税率の低いやつでいまでもやっていると思うんですが、やっぱりあのときは、興銀だとか日長銀だとか不動産銀行などの長期信用銀行が行なう企業金融は、間接金融というものゝがまだ柱であるという考え方が池田総理の頭の中にぼくはあったと思うんです

ね。だから税制理論だけでぐいぐい押していったってためであって、企業への長期資金の大きな供給先である長期信用銀行を育成せにやいかぬと、これをつぶしちやいかぬという考えが池田総理の頭にあったみたいに思うんですがね。

坂野 あれは大議論でしたね。しかも長年にわたっての……

松井 証券局だとやっぱり課税……

坂野 してもらいたくない方です。金融債については証券会社がたくさん売ってたんです。

松井 証券会社の非常に有力な商品であったわけですね。

坂野 しかも、発行銀行からわりにいい手数料もらってたわけですから。

松井 この辺でよろしゅうございますか。十二時になりましたので、どうもありがとうございます。

武田 本日は御多用中のところ、どうもありがとうございます。――

松井直行氏 略歴

昭和三十四年四月

〃 三十四年十月

〃 三十六年七月

〃 三十九年六月

〃 四十一年五月

〃 四十一年五月

〃 四十八年十一月

〃 五十一年十二月

理財局証券第一課長

広島国税局長

大臣官房財務調査官（主税局担当）

証券局長

辭職

日本不動産銀行常務取締役

同行副頭取

大阪証券取引所理事長