

平成9年12月19日(金)

昭和62～63年の証券局行政

元 証券局長

藤田 恒郎 氏

目次

	ページ
1. はじめに	1
2. 証券行政についての当時の考え方	1
3. 株価指数先物、オプションの導入	5
4. インサイダー取引規制	6
5. ブラック・マンデー	8
6. 起債市場	12
7. 65条問題	13
8. 外国証券会社の会員権問題	14
9. その他	15

出席者

元 証券局長 (現 北海道銀行 頭取)

藤 田 恒 郎

財政史編集顧問

山 口 光 秀

協力者

元 証券局総務課長 (現 (株)日興証券 代表取締役)

金 野 俊 美

1. はじめに

〔 藤 田 〕 もう10年も前のことですから、ほとんど忘れてしまいまして、何からお話ししていいのかわからないのですけれども……。

〔 山 口 〕 証券局長の在任期間は、何年から何年までですか。

〔 藤 田 〕 87年の6月から88年6月までです。やはり大きな事件としてはブラック・マンデー、株価暴落のときですけれども、ここではむしろ証券行政の当時の考え方を思い出してお話しして、それにまつわるような裏話といいますか、あまり表に出ていないような話を思い出す限りお話しさせていただきたいと思います。

2. 証券行政についての当時の考え方

最初に、私の方からお話ししますが、間違っていたら金野君に訂正してもらいます。

最近はどうか知りませんが、証券局長になりますと当時は代表者研修——これは証券会社の全社長が集まりまして箱根でやる研修会——をやっておりました。そこに局長が出席して、施政方針演説みたいなものをやるという慣行になっておりまして、8月20日に私もこれをやりました。レジメを持ってやるのですけれども、この原案は証券局の総務課の金野君のスタッフが作ってくれて、記録を見てみましたら、もう半分以上書き直して相当本音でやったと思います。

そのときの考え方というのは、日本の証券市場、金融市場もひっくるめてですけれども、国際化とか何か言っていましたけれども、もう国際化とかいう時代は通り過ぎて、グローバル化というか、完全に金融市場が一体化してき始めたなという頃でして、グローバル化の中での日本の証券行政というのはどういう問題を抱えているのかとか、証券市場というのはどういうふうにしていかなければいけないのかとかというようなこととお話しいたしました。

その中で、グローバル化を中心にして考えていきますと、当時は、国債の先物がロンドンで上場されたり、既に株価指数先物をシンガポールで勝手に上場するとかというような動きが出てましたし、ニューヨーク市場ではもう既に日本の株式、例えばホンダあたりは東京市場の出来高よりもだんだんニューヨークの方が多くなっているのではないかというよ

うなことがボツボツ言われ始めていた頃なのです。

そうすると、当時、ヨーロッパでも見られたように、フランクフルト、チューリッヒ、ロンドン、こういう市場がもう完全に一体化し、またロンドンとニューヨークが一体化してくるとか、それに日本も巻き込まれていくのではないかとか、その中でどういうことを考えていけばいいのかということを、代表者研修のときには申し上げたのですけれども、そこで申し上げたことが、大体その後の証券市場の一つの流れになっていったと理解しております。

この中で私がお話ししたのは、一体化に伴ってどういうことを考えなければいけないかというと、まず金融商品、海外で出ているようなもの、例えば先物だとか、そういったものをどんどん国内でもやっていかなければいけない。これをやらなければ海外でやられてしまう。国内でも同じような商品を作っていかなければいけないのではないかとのこと。

2番目に申し上げたのは、日本の証券市場のいろいろな慣行とか、いわゆる、はっきり言えばインサイダーとか、株価操作とか、そういう不正取引についての認識をもう国際的にしてもらわなければいけない。しかも取締り体制というか、そういったものの法整備とか、そういう面まで国際的に受け入れられるものというか、海外からもいろいろと言われてましたし、特にインサイダーについてはもうボツボツと話題にも出ておりましたので、私の頭の中にもあったのですが、損失補填とかああいう問題まではまだまだだったと思いますけれども、いろいろ不公正な取引、その辺のところをやらなければいけないと申しました。

3番目は、取引コストを軽減しなければいけない。これは今でも言われておりますけれども、国際化していけば、とにかく手数料を見直すとか、税制をひっくるめて国際的に調和させていかないと、結局、日本の取引は海外に奪われていってしまうという、日本は空洞化現象になってしまうというようなことも話をしまして、しかし、結局、そういうことを詰めていくとどうなるかという、業際問題というものが避けて通れないだろう。結局、これは海外のユニバーサル・バンクが日本に進出してきたときに証券免許をどうするかとかいう問題も出てまいりますし、それから、新商品がどんどん出ていきますと、新商品を銀行が取り扱うのか証券会社が取り扱うのか、その辺のところなども避けて通れないだろう。業際問題とういうのも当然問題になるだろうということを申し上げたと思います。

それから、さらには、外国証券会社が当然日本に進出してきますから東証会員権。これ

はもう既に第1回目の東証会員権の枠の拡大というのは私が審議官の頃だったのですけれども、85年10月に第1回目10社を公表しましたが、その後また、当然、外国証券会社の進出も増えておりましたから、東証会員の拡大の問題も出ておりました。さらには、外国証券会社の日本進出に伴って、引受け主幹事問題、こういったものを一体どうふうにするのか、そういう問題もありますよということを申し上げております。

今、申し上げたのはどちらかというと制度的な面ですけれども、証券市場そのものを発行市場、流通市場の両方の面からみていって、これも諸々の日本的な制約、例えば有担原則とか、適債基準とか、受託銀行とか、起債会、これらはもうだいぶ古い言葉になってしまいましたけれども、当時は、証券市場特に発行市場は何かと規制が多く、たとえば受託銀行会で条件まで決める、月に1回起債会で決めれば引受シェアも決まる、条件が決まって引受シェアも決まりますから、証券会社がそれを受け入れれば引受手数料がポツと入ってきて何にもリスクはないというような状況です、極端なことをいいますと。そういったところも自由化というか、見直さなければいけないので、例えば社債の一括登録制度、社債登録制度——外国では一括登録でやっていましたけれども——とか受託銀行をどういうふうに直していくとか、要するに社債法の規制までもつと自由にしていかなければいけない。つまりは、起債は原則として自由で、格付機関を育成していった、格付機関が格付けをすることによって市場の健全化を図るところまでもって行く必要がある。要するにこれは投資家保護というものをどういうふうに考えていくかということでもあります。日本はもともと入り口で投資家保護を規制するという受託銀行その他の考え方だったと思うのですけれども、入るのは自由にして、中で格付機関等がきちっと格付けを行って、それを見て投資家が投資をするということで投資家保護を図るというアメリカスタイルの市場か何かを考えていかなければいけないのではないかとことを申し上げた記憶があります。

あとは、中小証券がこの中でどう生きていくとか、さらにはこの市場をより自由化するためにはディスクロージャーを徹底しなければいけないとか、新しい業種として投資顧問業の規制の問題とか、その他諸々の問題をお話し申し上げまして、これが大体、グローバル化の中での1つの柱で、こういったことをやっていかなければいけないというこれからの証券局の課題をお話ししたつもりであります。

今から振り返ってみますと、大体、その当時申し上げたことをやってきたのだなと思う

のですけれども、そのときの証券界の反応は、私の話の反響を聞いてみますと、私は極めてまともなことを申し上げたつもりだったのですけれども相当ショックだったようです。何がショックだったかという点ありまして、第1点はインサイダーでした。要するに証券会社の商売というのは情報を取って情報を売るということです。インサイダー情報をお客に提供してはいけないといったら、証券会社なんか仕事がないじゃないかという話なんです、詰まるところは。その辺はインサイダーの意味だとかということも絡んでいるのでしょけれども、それが1つの大きな反応でした。これではインサイダーの法制整備というのは、そう簡単にはできないな、まず、証券界の不正取引についての違法性の認識、と言うとちょっとオーバーなのですけれども、それが国際的にみても評価されないという問題なのだということ意識を、まず証券界自身に相当植えつけていかないと、いきなりインサイダーの法律とか何とか言っても、やはりそんなにびっくりされるのかなと思いました。そのぐらいインサイダーについては、株価操作の話もそうだと思いますけれども、相当抵抗があったというか、異論が出たと思いました。

第2点は、やはり65条問題。これはもう私の話が新聞等で報道されましたら「今度の局長は65条見直しに言及した」というふうになりました。私は決して65条見直しに言及したつもりはなかったのですけれども、65条問題というのはどちらかと言うとタブーで、みんな触れないというようなことでやっていましたから、65条もこういうグローバル化の中では時代の変遷に応じて見直すべきものは見直していかなければいけない。だから、65条も当然再検討していかなければいけないだろう。65条を再検討するときに、いろいろな角度というものがあって、よく言われていたのは、もう証券会社も大きくなって強くなったから、65条で保護してやる必要はないだろうというのが当時の銀行界の感じだったと思いますけれども、そういう理念のないことでは困るので、グローバル化の中で金融機関の参加者が増えていくのを65条で縦割でピシッとやるのがいいのか悪いのかとか、そういう基本的な議論をちゃんとやって、理念を持って65条を直していかなければいけないということを上上げたつもりなのです。しかし、これは後で「65条の見直しについて前向きだ」という感じの報道になりましたが、「そういうことではないのだ」ということを証券界にいろいろ説明して回ったという記憶があります。その2点が私の話の中で問題になったのですが、私が本当に申し上げたかったグローバル化の中でどうしていけばいいのかということとは、あまりご認識されてなかつたのかなというふうに思います。

3. 株価指数先物、オプションの導入

その後、その中でどういうことをやってきたかという、今、申し上げたようなことをすすめてきた積りですけれども、それについてちょっと断片的になりますが記憶を引き出しながら申し上げてみますと、まず、株価指数先物、オプションの導入です。これは既に、私が局長になります前に昭和62年5月、前任の北村局長のときに、証取審で先物の導入ということが決められておりました。私はむしろそれを法制化する方の作業だけをやったと思いますが、法制化をやる過程でまたいろいろ問題が出てまいりました。

たとえば、国際金融局では通貨先物というのをやりまして、銀行局では金利先物、いずれも法案を作って、そのままやるということになりまして、先物は、要するに証券関係、有価証券絡みの先物と、金利先物、金利先物の中にはユーロ円先物があり、必ずしも国内とは限らないのですけれども……、それに為替先物と3つ並んでしまった。そのときに問題になりましたのは、これをどこでやるか、具体的に取引をする場所をどうするかという問題が出てまいりまして、銀行局、国際金融局サイドは、株価指数先物といっても、これはまさに有価証券ではないではないか、株価指数先物も有価証券とみなして証取法の枠に取り込んでいるわけですから、そういう意味では先物を一本化して「金融先物市場」という1つの市場を作った方がいいのではないかと、つまり、株価指数先物も金利先物もまた為替先物もみんな一緒にやるという議論が出てまいりまして、当時の銀行局長と国際金融局長はその一本化でやるという意見でした。

証券界は、「とんでもない、証券先物は当然、東京ないし大阪の証券取引所でやるべきである」ということで、これは結局、業界問題のはしりみたいになり、銀行局と相当厳しい折衝をやりました。

私は、この問題については、もう既に国債先物、これも標準物を有価証券とみなして、国債先物を作って、東京証券取引所でやっているわけです。そういうものがなくて、完全に白紙の状態で先物をどこでやったらいいかという議論をやりますと、例えば、アメリカあたりでは、ニューヨークは現物で、またシカゴは先物というふうに分かれておりますので、先物だけを集めるというのは1つのアイディアというふうに思いますけれども、もう既に国債先物というのを東京証券取引所でやっているのに、今度は株価指数先物を作る

からといって国債先物まで東京証券取引所からはがして先物を一本化しろというのは、これはなかなか証券界の説得は難しいよということを申し上げました。そういうことをガタガタやっているうちに、後で触れますけれども、ブラック・マンデーが起きまして、そこで云われたのは要するにコンピュータ・トレーディングで先物と現物との裁定取引を相当頻繁に行い、これが行き過ぎると株価の大暴落を招くということです。そうすると、SECあたりも、株価について先物と現物がニューヨークとシカゴの両取引所にそれぞれ分離されているというのは必ずしも好ましくない、一本化して相互の調整をうまくやる方がいいのではないかという議論も出始めていたのです。

そういう流れの中でやってまして、結局、一種の妥協みたいな話ですけれども、じゃあ、有価証券絡みのものは東京証券取引所と大阪証券取引所、通貨と金利は金融先物取引所というふうに決着をしました。

4. インサイダー取引規制

2番目の不公正取引ですけれども、不公正取引は先ほど申し上げましたように、証券界からもインサイダーについては、規制をするのに相当抵抗がありそうだということで、法整備がちょっと難しいかなと思ったのですけれども、インサイダーの規定というのは、今でも証取法の157条に「何人も不正な手段、計画又は技巧をなしてはならない」という規定があるのです。これは読んだだけでは誰もわからないような、「ギコウ」というのは技術の巧みですから、「ギコウ」と言う翻訳が悪いのではないかというのですが、アメリカの法律は「tactics」とか何とかなのです。まさに英語そのものの翻訳で、これが我が国の証取法の実態です。

アメリカはこの規定をどんどん運用して、インサイダー取締りをやっているのですけれども、アメリカと日本の違いというのはご承知のように、ここで申し上げるまでもありませんが、罪刑法定主義と判例主義の違いです。アメリカは判例主義ですからどんどん判例をつないでやっていってしまう。日本はまず「構成要件とは何ぞや」という議論から始まるものですから、こんな構成要件ではとても取締りなんかはできないというふうになっていまして、「日本はインサイダー天国だ」と、当時のフィナンシャル・タイムズだとかユーロ・マネーだとか、ああいう雑誌がさんざん書きまくってまして、悪の温床みたいな感じ

で書かれていたのですが、しかし、証券界の当時の常識からすれば、いきなりその取締法を強化するのは、まずなかなか難しいかなと思っていました。

そこで私が考えたのは、証取審の中に部会でも作ってもらって、そこで学識経験者を入れて、そして市場の不正取引を排除するためにはどういうことを考えなければいけないのか、国際的な基準にすることをどうしなければいけないのかというようなことを勉強していただいて、少し世論喚起といいますか、こういったものを1年ぐらいやって、その次に法律に結びつけるかというようなことも考えて、局内で相談していたのです。しかし、そのときにタテホ事件というのが起きました。播州の赤穂にあるタテホ化学という会社が、国債の先物取引で大変なロスを出して会社更生法の適用を受ける事態になったのですけれども、その会社更生法の申請をする債権者会議の当日、債権者会議は、夕方行われたのですが、その日のうちに某銀行がタテホ化学の株を全株売却したとか、タテホの役員が株を売却したという事件が起きて、これがまさにインサイダーだということで、相当当時のマスコミを賑わしました。私も新聞のインタビューなどに出て、今の規制の取締りの中で何とかやりたいのだというようなこともいろいろと申し上げたのですが、マスコミあたりはそういうことを言う「今の法律では取締りが出来ないのはわかっているではないか。もう局長はやるつもりはないのではないか」とか、相当厳しいことも書かれた記憶があります。

こういう問題が出てくると「これをきっかけに、それでは思い切って法改正でもやろうか」と考えました。ただし、これが起きたのは9月ですから、審議会を開いて議論などをしていただければ、法律の成立は次の通常国会ではなかなか難しいのではないかと議論があったのですが、これはもうこういう世論の中ではやらざるを得ないだろう。また、証券界もここまで叩かれれば法整備することによって、証券市場もきれいになるということでも了解してくれるのではないかとこのように考えたものです。

当時の記録をちょっと調べてみましたが、これはもう本当に急ピッチでやっております、タテホ事件の発生が9月だったと思いますが、10月19日に証取審を開いて公正取引委員会の部会を設置していただいて、これには刑法学者とか、法務省の刑事課長とか、そういった方を入れて行ったのですが、10月30日に第1回目の会合を開いて、月に2回ぐらいのペースで会合を開いていただいて、2月には答申をいただきました。最近はこのケースが結構出ていますが、当時としては異例のスピードの審議だったと思います。

れども、2月に答申をいただいて法制化したということでございます。

法制化の過程でも、今思い出してみますと、ずいぶんいろいろと問題がございまして、相当やっつけ仕事だったということもあるのですけれども、やはり、罪刑法定主義という原則ですから、インサイダー取引も相当細かく書いていかなければいけないのです。できるだけ政令に移さないように細かく書いていけということなののですけれども、実際の取引を細かく書いていくというのは実は不可能なのです。それでもあの法律は証取法の中で異様なぐらい細かく書いてあると思うのです。そのときに言われたのですけれども、証取法というのはこれまでも何回か改正をやっているのだそうですけれども、大体、証券会社の業法に関する部門とか、そういったところの改正が多くて、証取法の（商取引）行為法についての改正というのは26年の法改正以来1回もやっていないのだそうです。だから、このインサイダーの規定が最初だったのです。これまではむしろいかに証券会社をどういふふうに規制するかとかという方に証券行政のウエイトが置かれていて、行為を規制するか、行為についての法律というか、この辺について手は加えていなかったということだと思います。行為法というのはやってみるとなかなか難しいと思いました。

そういう経緯があって、インサイダーの法律というのは何とかなりましたけれども、結局、国会ではインサイダーと先物とディスクロージャーと、それに銀行局の金融先物と国際金融局の通貨先物の三本を一本化してやりましたが、この方がお互いに相当関係もございいますからスムーズだったと思います。しかし、もう国会での質問はほとんど私のところに集中して、とにかく衆議院、参議院3日間づつ位もう本当に朝から晩まででした。あまり専門的な質問はもちろん出なかったのですけれども、その中で、「こんな法律を作って取り締まれるのか」とかいうことが盛んに出てまいりまして、特に、アメリカのSECは2,000人の職員を抱えて、準司法捜査権を持っている。「お前のところは何人だ」、「140人しかいません」と言ったら、「そんなのでやるのか」とか、じゃあ増やしてくれるかといえは増やしてくれるわけではないのですけれども。

結局、与野党は基本的に全部賛成ということで通ったのですけれども、共産党は衆議院では、インサイダーと、ディスクロージャーは賛成、先物は反対、参議院では全部賛成だったと思います。これがインサイダーの絡みの話です。

5. ブラック・マンデー

その次に、ブラックマンデーについて申し上げますと、米国では1987年10月18日の月曜日、日本では19日の火曜日でブラック・チューズデイだったのですけれども、まさに先ほど申し上げましたグローバリゼーションというか、アメリカの暴落がすぐに日本に響いたという典型的なケースだったと思います。当時、日本経済というのは上昇期ですから、アメリカとはファンダメンタルズが全然違うということではあったのですけれども、アメリカの余波を受けて暴落をいたしました。ただ、日本には例のストップ安という制度がございますから、19日の朝、日本でも株価が下がるだろうと予想して、もし全株式がストップ安になったら何パーセントぐらい下がるのだと、当時の流通市場課長だった松川君に計算をさせたのです。それが大体18%ぐらい、日本はその位で止まるのです。アメリカの下落巾は……。

〔 金 野 〕 22.2%ぐらい……。

〔 山 口 〕 日本は半分ぐらい？

〔 金 野 〕 14%。

〔 藤 田 〕 ですから、日本では悪くても18%程度で止まるというふうに思ったのです。これも思い出がありますのは、19日には、おそらく東京市場も相当暴落するだろうということで、海外の市場の動向なり、これからの東京市場での見通しなどを宮澤大臣にご説明しに行ってくれということで、朝早くご説明に行きました。ご説明をされていて、「では、日本ではどのくらい下がるのか」と聞かれ、「もう最悪で18%ですよ」とお答えしたところ「そんなもので止まるの」とか言われました。それでストップ安という措置についてご説明をしたら、「なるほど」ということでした。

また、日本の場合、翌日、個人投資家がワッと買いに入りまして相当戻しましたから、個人投資家の当時の証券市場に対する信頼感というのが非常に強かったのだというふうに思います。

ともかくブラック・マンデーは日本とアメリカ、ヨーロッパなどとの株価の国際的なつながりが非常に強くなったということをはじめ強く認識させられた事件でした。ちょうどSECとの定期協議がありまして、これが87年にやったのが第1回目なのですが、そのときも、お互いにトップ同士の自宅の電話番号まで教え合って、いつでも連絡をとれるようにしようではないかということにしたのもブラック・マンデーがきっかけでした。まさ

に。この部屋（本省3階 国際会議室）でSECとの定期協議の第1回目をやったのです。

ストップ安という措置もあって、ブラック・マンデーは何とか切り抜けたのですが、その後、アメリカの方は徐々に回復してきたのですけれども、日本は一たん戻った後、またズルズル安くなってまいりました。それはどうしてかという、ブラック・マンデーのときの株価の下落巾が日本は14%?、もうちょっとじゃなかったかな……。

〔金 野〕 14%だったと思います。

〔藤 田〕 日本は14%でしたか、そんなものでしたか……。とにかく日本の株価が米国ほど下がらなかったのも、日本株は調整が不十分、本来はもうちょっと下がるべきところを下がらなかった、だから、日本の株はもう一段下げがあってもおかしくないというようにいろいろな話になってきて、とうとうこの次に、株価下落、そして下手をすると世界不況のトリガーを引くのは日本であるというふうなことを外国で言われ始めたのです。そして本当に年末にかけて株価が下がってきてまして、私も非常に気になって、マーケットの人からも話を聞いていたのですけれども、結局、株価下落の要因は、特金問題なのです。つまり特金の評価方法について、まず金融機関については、銀行局長通達と保険部長通達でこれまでの原価法から低価法に移行した。また企業もずいぶん特金で運用していましたが、企業の特金についても公認会計士協会の方で会計保守主義の原則からこれも年度末までには、低価法に移行する方針を出した。そうすると、結局、株価が下がっていますから評価損が出てしまう。この評価損をカバーするためには評価益のでている株を売らなければならない。このように特金の評価法の変更が、どうも当時の日本の株価を下げていっている一番大きな原因だと分かりました。まさに下げが下げを呼ぶという悪循環が続いていまして、これは何とかこの辺で歯止めをかけなければいけないということで、12月の半ばぐらいからいろいろと案を作って、例えば、少し低価法の移行を延ばせないかとか、この際、生保の持株、少し株式購入比率を上げて、機関投資家に株を持ってもらわなければいけないかとかというようなことをぼつぼつ銀行局等と折衝をさせていったのです。

ところが、これがなかなか難しい。課長レベルで交渉してもらったのですけれども、ちょっと打止めみたいな感じになりまして、そのうち御用納めですから、私も年が明けてから何か手を打つか。しかし、あまり遅らせるわけにはいかないかというふうには思っていたのです。

28日の御用納めで私も家に帰っていましたら、宮澤さんの秘書官、確か日高君だったと

思うのですけれども、日高君から私の家に電話がかかってきまして「これから株価はどうか、来年になったら」と言うのです。「来年になったら相当下がる、下手をすると2万円切ってしまうな、何で株価が気になるの」と言うと、「大臣が非常に心配されておられる」とのことです。それで、これまでの経緯を説明して、年が明けてから銀行局長ともいろいろ話をして、何とか対策を考えなければいけないと思っているのだということを行いました。それを日高君が大臣に申し上げたら「それでは遅い。すぐやれ」というご意見だった。それで、金野君たちを総動員しまして、お正月の休みを返上で作業してもらいました。私も銀行局長の平澤さんのところに電話をかけまして説明して、「そういうことならすぐやろうよ」という話になりまして、正月休みを返上して作業をまとめてもらった。1月4日に本省内の幹部の新年会がございますが、そこに大臣が来られたときに、一応全職員にご挨拶だけしていただいた後、すぐ別室でこのご説明をしました。その内容は、要するに低価法移行の問題については銀行局も「低価法へ移行するという通達を出してしまったのを引っ込めるわけにはいかない」と言うものですから、金融機関はしようがないので、一般の企業について公認会計士協会の方にはお願いをして、移行の時期を年度末の3月31日ではなくて4月1日以降決算が到来する企業からとする。だから3月31日には低価法でやらなくてもいい。それから、比較的効いたのは、「現引き」を認めることにしたこと。これは金融機関が抱えているの特金の含み損を低価法に移行しますと評価損として償却しなければいけませんが、その含み損を抱えている株を特金勘定から外して、一般の投資勘定に移してもいいということにしたのです。そうすると、一般の投資勘定の簿価はもっと低いですから、特金から少し高い簿価のものが入っても平均すれば簿価はまた時価よりは低いということで、結局、評価損を出さなくてもいい。あとは機関投資家に少し株を買ってもらって生保の持株の限度を上げるとか、大体そういうような内容です。

そこで発動のタイミングをいつにするか、それは証券局長に任せようではないかということで、そのときの説明は終わったのですけれども、ちょっと技術的な話でもありますから、これでどの程度株価に効果があるか疑念が残ったという感じでした。

私はいつこの対策を発動するかと考えたのですけれども、当時は為替相場がどんどん円高に向かっていった頃で、大臣はそちらの方でもいろいろ苦労されて、ロスアンジェルスで当時の財務長官といろいろ会談をやられたり、ずいぶんトップ外交をやっておられた頃なのですが、お正月の間に円相場は120円近くまで上昇したと思うのですが、その辺で頭を

打って、やや円安の方向に動き始めたのです。日本経済に問題があるとすれば円高による悪影響だったのですが、その円高も一巡した。そうすると日本経済の先行き不安も解消し、タイミングとしても非常にいい。大臣のご了承も得ていたので、1月6日実施ということで5日の市場が終わった後発表しました。

この対策は、タイミングもよかったということもあって、非常に効果があがりました。翌6日には確か2,000円ぐらい戻しました。一挙に上がって、それ以来ずっと株価が上昇していった、非常に成功したと思います。

その後、あれがバブルの原因であるとか何とか、私もいろいろ雑誌にも書かれましたが、私はこの株価対策とその次のバブルとは全く別問題だというふうに思います。

6. 起債市場

あとはあまりおもしろい話はないのですけれども、起債市場問題に触れておきます。先ほどちょっと申し上げましたように、当時の起債市場というのは本当に受託銀行会とか起債会とか、やたらと慣行めいたものがありまして、例えば、条件などもどういう財務内容に応じてどういう条件で出せるとかというところにもきちっとマトリックス化されておりました。我々の中で冗談によく言ったのですけれども、基準に合っているものがパーで、それよりもちょっといいと、0.1ポイントぐらい金利が低いと、これがバーディ、0.1ポイントぐらい高いとボギーとか言ってからかったのですけれども、そのぐらいきちっとマトリックス化されておりました。とにかく、基本的には受託銀行会で全部決める。適債基準も、もちろん証券局も絡んではやっていますけれども、基本的には受託銀行会が決めて、適債基準に合致しないともう無担保債は出せなくなる。

それから、例えば、どういう種類の債券を出すかという話についても、これはもう、起債会に届けて、ドル建債などは絶対内部で認めないとか、非常に国内の発行市場が規制をされていて、ですから、結局、当時はみな外国に出て行って、外国で起債をするという海外起債が非常に多かったのです。それとの関連で、3局指導という、要するに外国に出た銀行系の証券子会社は、日本の企業の外債発行の主幹事をやってはいけないという指導なのですけれども、その撤廃問題というものもありました。私も国際金融局におりますときは、3局指導というのはもう古いのではないかというようなことも言っていたのですけ

れども、証券局に来て中身を見てみますと、べつに私の考え方が変わったわけではないのですが、要するに国内を規制して海外に出ていくようにしておいて、海外に出れば、3局指導をやめて、銀行系の証券会社も主幹事ができるというのはちょっと不公平な議論だと思うのです。国内も完全に自由にして、その上で3局指導をやめる、こちらの方が筋道ではないかということを銀行局、銀行界の方にもずいぶん申し上げたのですが、銀行界の方に「藤田さんは証券局に行って変節した」ということを言われました。私はべつに変わったつもりは全くなかったのですが……。

とにかく国内も海外と同じように起債を自由にしていくということが一番大事だということで、社債法の改正、これは証券局の長年の課題ではあったのですが、相当力を入れていろいろな向きに話をいたしました。金野君も資本市場課長をやっていたから例えば、発行条件についてはプロポーザル方式といったかな、要するに交渉で決める、証券会社と発行体とが交渉で条件を決められるように、あれはNTTの起債が初めてだった……、そういう方式をやったり、それから国内でもディスクロージャーを徹底させて、その上で一括登録というか、社債登録制度を導入するとか、そういう形で迅速な発行ができるようにするとか、いろいろなことをやったのです。問題はやはり受託銀行で、受託銀行の機能というのをもうちょっとはっきりさせるという意味でも、社債法の改正か何かが必要ではないかということで、法制審への働きかけもしました。

今、見てみますと、そういうものもほとんど規制もなくなりましたし、内外一体化というのが進んでまいりました。私どものころでは隔世の感があります。大体その程度でしょうか。

7. 65条問題

あとは65条問題ですとか、外国証券会社の会員権問題ですね。外国の証券会社の日本への進出というのは、あの当時はまさに国際化華やかなりし頃ですから、どんどん外国の証券会社が出てまいりまして、それに伴って東証会員権の問題がありました。外国証券会社が出てくるときに、まず、ユニバーサルバンクというのは日本でも銀行業務をやっているから、それが証券会社をやるのは65条に反するのではないかというようなことで、これは私が（証券局長として）参ります前に、50%までの日本現法を設立することによって、

ユニバーサルバンクが日本で銀行・証券両方営めるということになっておりました。ただし、ユニバーサルバンクは東京に銀行の支店を持っていて、同時に証券現法で東京でも証券業務をやるというときには、建物は原則として同じ建物に入ってはいけないとか、それから、同じフロアーはもちろんいけない、フロアーも2つ以上のフロアーを離れなければだめだとか、ものすごい規制がありました。また証券会社の名前なども「銀行」を意味するものは使ってはいけないことになっていました。私のときに問題となりましたのは、ドイツ銀行が証券現法を作りまして、それが規制に引っかかってしまった。私は銀行と証券が「同じフロアー」でもいいと思ったのですが、そう言うとみんなびっくりするものですから、2つのフロアーを離すことはないではないか、フロアーが違っていればいいではないかというようなことで、ワンフロアーだけ違うことでOKになりました。名前も「ドイツ銀証券」でいいではないかと、昔、伊藤銀証券とかいうのがありましたし、だから、「まあドイツ銀行のケースについてはいいではないか」と言ったのですけれども、そうすると、いや、今度住友銀行を作るときに「住銀証券」も認めなければという議論になりましたがドイツ銀証券は何とか認めることにしました。

私がそのときに考えていましたのは、65条というのは要するに銀行の¹がその企業に対する影響力を使って証券業務をやる、これは好ましくないんで、これは防止しなければいけませんけれども、外国の銀行が出てきても、その銀行のビジネスがその銀行の証券会社のビジネスに影響するというのはまずないのです。これは大都市銀行が証券業務をやる場合、相当銀行の影響力を利用して証券業務を行うことになり、問題も出てくるでしょうが、外国の銀行の場合、目くじら立ててやるほどのことはないのではないかと基本的に思っていたのです。しかし、日本というのはなかなか難しくて、その話がすぐ一般論化されてしまって「それでは都市銀行はどうか」ということになりますので、話がおかしくなるのですけれども、基本的にはそういう考え方で外国証券会社には対応していったらいい、だから、ドイツ銀行の場合はドイツ銀証券でいい、しかし、住銀証券はだめだということではないかというのが私の考え方だったのです。

8. 外国証券会社の会員権問題

それから、外国の証券会社が進出すれば、当然東証会員権の問題が出てきますが、私の

在任中は87年の10月でしたか、会員を22増やして3,316を外国証券会社に割り当てました。85年に10社、うち外国証券会社が6社やっていますので、これで相当片づいたというふうに思っていました。そのときも大体、外国証券会社に相当その希望を聞きまして、どうしても今でなければというのはかなり拾ったつもりです。今でなくてもいいというところを落として、そういうことは証券会社の希望もかなり聞いて、これで一段落で、後また2年ぐらいたったら同じようなことをやるのかな、しかし、その前にフロアー・トレーディングという取引手法の見直しの方にもいくのかなと思っておりました。これまでは東証の建物の物理的制約から何社までしか会員を増やせないと言ってきたのですが、外国に説明するのに物理的制約というのはなかなか理解してもらえず、こういうことをくり返すのも大変だと思っていたのです。

一段落したと思ったのも束の間でして、年が明けて、サミットが近づいてきた頃ですけれども、1998年の4月頃ですか、英国から強硬にイギリスの銀行、とくにナットウエスト銀行に東証会員権を認めるように要求してきました。われわれは、東証建物の物理的制約論を展開したのですが、英国側は「物理的な問題などいくらでも解決できるではないか、私たちのところはもうフロアー・トレーディングをやめて、全部コンピュータ・トレーディングにした。日本もそうすればいくらでも会員権を増やせるではないか」と反論してきました。トレーディングの方法をどちらにするのかは各国の好みの問題ですから、イギリス流に全部しろというのもずいぶん乱暴な議論だと思いますけれども、とにかくトップ会談でとりあげられるほどの圧力でした。

これは当時の竹下総理にはご迷惑をおかけしたのですけれども、総理に頑張ってもらって、要するに次期に延ばすということで円満解決した。確かその後東証会員の第三次増加を少し早めたんじゃないかな。それでナットウエストも会員権を取得し、無事に片づいたということです。

私が思い出す限りでは、当時のお話として、ご参考に少しでもなるのかと思ったような話はそんなところなのだと思いますけれども、金野君から何かありますか。

9. その他

〔 金 野 〕 拝聴していて、さすが局長をやられる方は違うなと思いました。いえ、

本当に、非常に正確に、私がとくに忘れている話をよく覚えておられたと思って感服して伺っていました。

ちょっと色付けするような感じで一つ、二つ話をさせていただきますと、やはりインサイダー取引というものの法整備というのはこの1年間のハイライトだったように思います。お話にありましたように、最初の予定よりも時期を繰り上げて通常国会に提出などという局長の大方針でやったわけですし、最初は非常に順調にいきましたね。年末にはもう要綱が書けるというぐらいいまで進んでいました。ところが、最終段階でいろいろ問題が出て大変綱渡り、薄氷を踏む思い、局長には大変申し訳ないことをしたと今もって思っているような話でございます。

それに関連して、ここからが申し上げたいのですけれども、SECとの定期協議というのが実はあって、これがいろいろな形で教えられることもあったし、連携プレーもできた。このインサイダー取引に関しては、マスコミは「早く法整備をしろ、何をもたもたしているのだ」と最初はそういう言い方で、要綱がわかってくると「こんなものでだいじょうぶなのか、手緩いではないか」ということで、それでSECの代表が来て定期協議をやった後で、確か、財研の記者会見で共同でやられて、「日本で考えているインサイダー取引規制は生温いと思いませんか。経験豊かなアメリカのSECから見てどうでしょうか」という質問がありまして、SECの代表から「非常にいい内容だというふうに自分も思う」ということを言っていたことがありました。

〔藤田〕 SECのルーダー委員長。彼は証取法の学者なんですね。非常に学識経験豊かで、人柄もいい方ですね。私も定期協議の間お付き合いをして大変感銘を受けましたけれども。

〔金野〕 それが1点と、それからブラック・マンデーの話はまさにおっしゃっておりで、あれで落ち着いたと思ったところが、年末ぐらいにじわじわと株価が下がって、季節もそういうことでもあったのですが、底冷えだということで、証券界の方も非常に心配をして、何十年と証券界で飯を食ってきた大物の人たちも、自分の長年の経験に照らしてこういう時期というのは記憶にないのだという感じのことを言われていたようにも聞こえてきまして、大変危機感を持っていたように思います。それを非常に、まさに局長主導型の処理で機敏に対応して、予想外の成果といいますか、そういう結果が出たわけですが、冒頭にお話しになられた夏の研修のときの「今度の局長65条に手をつけるのではな

いか」ということで、やや心配で、一步引き下がってものを見るような経営者も中にはいたように思いますが、あの特金問題の解決で、その辺は非常に氷解したといえますか、証券市場のことを本当に真剣に取り組んでくれる局長だということで、それ以来、関係者の見方といえますか、接し方というのが大変な違いがあったように思います。ご参考になったかどうかわかりませんが、私からはその2点を付け加えさせていただきます。

〔 山 口 〕 インサイダーのときには、証券界は何と言っていたの？、世論に押された……。

〔 金 野 〕 やはり世論に押されたと思います。正面切ってはなかなか反対できない話ですし、お話にありましたように、あのタテホ化学の事件、あれがやはり大変ショッキングな事件で、当然、注文を取り次いだ証券会社もいるわけでしょうし、そう意味で「もうしょうがない」と。わりと早い時期に、もちろん年内ですけれども「どうぞおやりください」という感じだったように思います。

〔 藤 田 〕 タテホ化学の事件というのは、先ほど申し上げた某銀行ですけれども、その銀行というのはタテホ化学の融資団の中で下位の銀行なのです。要するに、「銀行トップに集まってもらいたい、重大なご相談があります」という電話がタテホ化学から銀行の当時の社長のところにかかってきて、「何だろうか」ということで、これは大阪証券取引所の方で相当細かく経緯を調査をしていただいたのですけれども、その銀行の人が赤穂まで出向いて本社に行ってみたらしいのです。そうすると、夜中まで煌々と電気がついて何か仕事をしている、赤穂の町ではどうもタテホは危ないのではないかというような噂も出ていた。そこで、翌日、どうもこの会社は危ないということで、その持株を全部売り払ってしまったということなのです。

ですから、よく私も、「今度法律を改正したらあれは取り締まれるのか」ということを聞かれたのですけれども、あれは改正法律でも難しいような案件ではあったと思います。事前にそういう通告を受けて察しがよかったというどこまで重大な情報というふうに考えるかどうかですよね。難しいところ、グレーなところかと思いますけれども。

いずれにしても、あの事件での世論というのは、証券界に相当その教育効果があり、ほとんど異論は出なかった、もうちょっと異論が出るかと思っていたのです。

また、あのときに、大阪証券取引所にいろいろ調べてもらったのですけれども、やはり取引所の調査では限界だということを感じましたね。たとえば、役員による売却もあるの

ですけれども、その役員は技術関係の人で、タテホの中の話ですと、この話は社長と経理担当と経理課員、そのぐらいしか知らない。技術の役員には一切話していない。そうすると、技術担当の役員は情報を知らなかったのではないか、だから彼はシロであるとなるのですけれども、大阪証券取引所の調査ではこれ以上の調査はむづかしいでしょう。

〔 山 口 〕 それでは、お忙しいところをありがとうございました。

——以 上——