平成１０年1月１９日（月）

昭和５８～６０年の証券局行政

元　大臣官房審議官（証券局担当）兼　証券局長心得
橋本貞夫氏

出　席　者

元　大臣官房審議官（証券局担当）

兼証券局長心得（現　三和銀行㈱顧問）　橋本貞夫

財政史編集顧問　山口光秀

協力者

元　証券局証券業務課長・総務課長

（現　農林中央金庫専務理事）　赤倉啓之

目　次

ページ

1．当時の主要メンバーについて・・・・・　1

2．わが国証券市場及び証券行政の流れ・・　2

3．証券取引審議会の審議状況・・・・・・　9

4．日米円・ドル委員会の開催・・・・・・　12

5．東証会員権問題・・・・・・・・・・・　14

6．債券先物取引制度の創設・・・・・・・　17

7．債券格付制度の導入・・・・・・・・・　18

8．業務分野の調整・・・・・・・・・・・　21

9．株券等保管振替システム・・・・・・・　25

1．当時の主要メンバーについて

〔　橋　本　〕　対象期間の主要メンバーから申し上げます。最初の1年、すなわち昭和58年（1983）の6月から59年（1984）の6月までの当時のメンバーですが、6月9日に佐藤徹局長、藤野、橋本両審議官が決まりました。私は、審議官兼東証管理官で、今でもある程度同じだと思いますが火曜日と金曜日の午前中は東京証券取引所の方に常駐しておりまして、局の中の分担では普通は流通市場課だけですが、私のときはそれに検査課を加えまして、検査課と流通市場課を所管しておりました。総務課長が宮本英利さん。業務課長が今日ここに来ております赤倉啓之さん。資本市場課長が柏谷光司さん、流通市場課長ははじめ竹内透さんがいたのですが、58年の10月着任後3か月たったところで、理財局の地方資金課長をしておられました真鍋光広さんが選挙に出るということでそこが空いたものですから同期の竹内さんがそちらに回って、企画庁にいてちょうど総合計画が上がった富田駿介さんがその後に来られました。企業財務課長が中島公明さん。検査課長は財務局上級の桜木昌靖さん。企画官（証取審担当）が鞍谷雅敏さん、企画官（総括担当）はこれまでの総括補佐に相当しますけれども、これが中川隆進さんでした。

次の1年は59年（1984）の6月から60年（1985）の6月までです。佐藤徹局長は留任されましたが、1月31日に死去され、2月8日に、岸田俊輔さんが後任として来られました。この間は8日間のブランクがありましたが、「証券局長心得」ということで、審議官の私がピンチヒッターを務めました。岸田局長はその年(60年) 6月の異動で引き続き留任されました。それ以後の岸田局長時代は別に岸田局長から直接お話があると思いますので、私の今回の担当は60年6月までとなります。したがって60年2月から6月までの期間については、岸田局長時代ですが、便宜上、私の今回の話に含めてあります。審議官兼東証管理官は関要さん。総務課長は隣りにおります赤倉さんが業務課長から回ってこられました。源氏田重義さんが業務課長。金野俊美さんが資本市場課長。富田さんと中島さんは留任になりまして、検査課長が本庄資さん。企画官（証取審担当）は小山嘉昭さん、企画官（総括担当）は水盛五実さんでございます。

次官は、前半の1年が松下康雄さん、後半の1年が本日お見えになっている山口光秀さんでございまして、両次官ともに2年次官をなさいましたけれども、松下次官の

後半、山口次官の前半ということになります。財務官は大場智満さんが通算3年おやりになりまして、その3年のうち前の2年間がちょうどここに当てはまります。

2．わが国証券市場及び証券行政の流れ

これから順次ご説明したいと思いますが、証券局の中の1つ1つの出来事がバラバラになるものですから、全体の証券行政とか証券市場の流れを、ある程度時間をいただいて説明させていただきます。その次に、「証券取引審議会の審議状況」それから、「円・ドル委員会の開催」をご説明して、そのあと個別マターという順でやっていきたいと思っております。

最初に証券行政の流れから申し上げます。さかのぼれば昭和16年12月8日に太平洋戦争が始まった直後に、証券行政は保険行政とともに商工省から大蔵省に移されました。逆に大蔵省からは、航空機燃料である「アルコール専売」、「貿易に伴う為替管理」が旧商工省に移管されました。ちなみに、証券行政は明治以来「有価証券取扱業法」に基づき商工省（その前は農商務省）の所管でしたけれども、今でいえばイギリス的といいますか証券業を商業一般の一つとしてとらえて詐欺防止的な観点からのみ警察行政を行うというやり方で、ブローカー、ディーラーは登録制となっておりました。別に「有価証券引受業法」がありまして、これにより銀行が引受業者になり証券会社がその下請けをやっていたのですが、引受業務は明治時代から大蔵省所管でかつ免許制でした。証券業と引受業はこのように分かれておりましたが、その後、戦争中に前述のような形で大蔵省にまとめられました。しかし、その時は保険とか証券とかという雰囲気ではなかったのですが、商工省におられた人も大勢大蔵省に移ってきましたので、 とりあえず保険は銀行局、証券は理財局に組み込まれてました。証券行政は終戦後23年5月から「証券取引委員会」（大蔵省の外局）という行政委員会に移されましたが、昭和27年に日本が独立して再び理財局に戻ってきました。始めは、課でしたが部になり、さらに局として39年に発足したのでございます。

その間、証券会社も登録制から免許制に切り替わる、これが40年の10月。ただ、いままで登録制できていたものですから、いきなり免許制に切り替えるわけにいきませんので既存会社は2年半猶予期間をおきまして、43年3月までは従来の登録のままで

も証券業ができたということですから、43年の4月から完全免許制に移行したということでございます。登録制のときは証券会社というのは、とにかく申請を出せば誰でも簡単にできるということで、一時は1,400社位あったようですが、出来ては潰れというようなことで、免許制の前には700～800社位だったと思います。それを結果的には277社に絞り込むために財務局を総動員したようです。それは大変な努力で先輩の方々のご苦労があったと思います。

最初の証券行政は、警察行政といいますか、今で言う「商品取引業」これはまだ今でも農林水産省、通商産業省の所管にありますけれども、そういうイメージでありました。兜町は証券業界、蛎殻町は商品取引業界と同じような形で受けとめられ、各取引所の取引形態もそういうふうになっておりました。同じ大蔵省所管の中の銀行、保険とは感覚が大きく異っていたようです。昭和39年、証券局が発足して以来、警察行政的なものから政策行政的なものに徐々に移っていきました。それでも、当時は「財務体質の強化」と「営業姿勢の改善」が証券行政の2大主柱でして、何をおいてもそれが第一でした。証券業というのはもともと資金が要る仕事ではないのですけれども、財務体質が悪化したところに証券不況が来ていろいろな投資家に迷惑をかけたものですから、収益が上がったら内部留保して財務体質を強化しておく。これは当時有名になった「坂野通達」の狙いでございます。営業姿勢というのは当時いろいろなトラブルが顧客との間にありまして、これを改善することです。この2本柱でとにかく頑張りぬいてきたあと、免許制に移行して10年ぐらいたったときから、資本市場育成という見地からの政策行政に転換しました。このように、政策の目的が広くなるにつれ、行政当局が業界を引っ張っていくような形になっていった。業界の方では、始めはついていけないような声もあったのですけれども、何とか行政と一体となってやってきたというのが実情です。当時、ある大先輩が、課長補佐だった私達にこういうことをおっしゃった。これは証券界の方に決して申しませんけれども、「君、苦労するだろうけれども、銀行行政というのは自動車に乗っているようなものだが、証券行政というのは馬に乗っているようなものだよ」、昔の人は馬で通勤していたのが自動車にかわったと聞いてますからこういう表現になるのでしょうか、「自動車は非常に精巧だからとても便利がいいけれども、1つ故障するとどうにもならなくなる。その点、馬は振り落とされたりすることがあるけれども、人馬一体というか持った手綱に血が通

うようになればそれはいいものだ。ただ、生き物だから、糞尿の処理とか餌の世話とかは進んで引き受けなければいけないよ」とおっしゃったのが、印象に残っています。

それからさらに10年ぐらいたつと、いろいろな動きが急テンポになってきました。「自由化」すなわちディレギュレーションという規制の緩和が進む。「国際化」日本の企業や業者も外に出ていくだけでなく外国の業者も入ってくる、マーケットも外国に拡がると同時に外国人が日本のマーケットに入ってくる。「機械化」、コンピュータが発達して非常に取引テンポが速くなって、情報収集のウェイトが重要になってくる。このように自由化、国際化、機械化という形で、実体が先行していく。行政の方はかなり前向きにはやっているのですけれども、実体先行型をやや後追いするような形になりがちになってきた。もちろん行政もよく勉強して極力先取りしてやっていったのですけれども、結果的にみるとあまりにも実体の変化のスピードが速いものですから、ややルールが後追いしていったところもありいろいろな批判を受けました。その頃の考え方としては、ステップ・バイ・ステップで、逆にともかくやってみたけれどもうまくいかないからまた改めるトライ・アンド・エラーというわけにはいかない、というのが大方針でした。やはり制度問題では一回エラーすると大変ロスが大きいものですから、おそれがある話も含めて事前に検討し、ある程度足場を固めてから取り上げるというような姿勢を取っておりました。あとから結果論で批判するのはたやすいことですが、その時の渦中におかれれば誰でもそうなると自信をもっていえます。それが当時の証券行政の私なりの感覚です。

次に、証券市場とか証券業界はどういう姿になっていたかと申しますと、これまでのいくつかの大きな特色がだんだん変わりつつあったと思います。あとでお話しするいろいろな個別テーマについても、このような流れの中でとらえるべきでしょう。いいとか悪いとかという問題ではありません、底に流れるうねりの中でとらえると理解しやすいと思うからです。当時の証券市場の特色の変化を揚げますと、第1点は株式市場中心から公社債市場が加わったということ、第2点は流通市場中心から発行市場が加わったということ、第3点は取引市場中心から店頭市場が加わったということ、第4点は一般投資家相手のリーテール業務に加えて機関投資家。外人投資家相手のホールセール業務が加わったことです。

まず、株式市場から公社債市場への移行についてお話しします。それまで我が国の

証券取引は、株式がほとんどで公社債はまず無いに等しかったわけです。社債がありましても融資の変形のような形で、受託銀行がきちっと押さえておりました。国債発行以来ずいぶん変わってきましたけれども、公社債の発行市場はほとんどなかったし、仮にあったとしても実質的には証券業界主導型では機能していなかった。公社債の流通市場になるともっと極端で、取引所では取引が行われていませんし、対象は電電債とか金融債とかそういう特殊なものだけだったのです。電電債というのは、電話を架設する人がやむなく引き受けて、それをダンピングをして業者に売るため、発行価格からうんと下回ったのが市場に出て、それがプロの間を流通する。金融債もそうでして、割引債、利付債ともはね返り玉の取扱いみたいなものだけでした。そういう商品を証券会社が主として企業の決算対策的な便利さで利用しており、これが初期の公社債市場だったといえます。

証券業界としては、このような株式中心の市場に対して、当時は証券業務の範囲、収益構造、顧客の関心からみても、何ら不満は持たなかったのですけれども、行政の立場ということになりますと、資金の流れとして証券市場をとらえたいという気持がありましたので、何とかしなければならないという気持がありました。株式市場が、額面割当で発行された株式が街に出回って投機の対象となり、一部の人々の資金がグルグル回るような市場だということであれば、国民経済的な見地からみると重要性はきわめて低い。証券行政がせっかく大蔵省に来た以上は、国民経済的な資金の流れとして市場をとらえていこうという考え方になります。そういう意味で、国債発行以後特に公社債市場の位置づけが大きくなってきつつあるという状況でした。

日本証券業協会主催で毎年夏に箱根で証券業界のトップの人を集めて一日研修会があります。そこで証券局長が講師として呼ばれるのですが、何をおっしゃるかを大変業界も関心を持っている。そこで証券局では課長補佐以上を総動員してその内容や表現を慎重に練り上げるということがずっと行われていたのです。佐藤局長の箱根講演は公社債市場から始まったので当時としては大変びっくりしたし、おっしゃっている本人も「私はあえて公社債市場からお話をします」ということから切り出されたものでした。

2番目は、流通市場中心から発行市場中心へということです。よく証券市場とか資本市場とか言ってますけれども、「証券市場」というとどちらかと言えば流通市場の

イメージが強いのです。そこに発行市場を持ってくることによって資本を調達する市場だというような意味で「資本市場」という言葉ができてきたわけです。証券局ができるときに、「証券市場局」、「証券会社局」、「資本市場局」といろいろなネーミングが話題になり、銀行は銀行局だから証券会社局でよいとか、市場が中心だから証券市場局でよいとか、もっと現代的に資本市場局でよいとか、といろいろ議論あったようですけれども、結局、証券局となったようです。そういうような意味で、当時はこれまでの「流通市場」から「発行市場」へとウェイトが移りかけていたということがありました。やはり発行市場の観点からみると、財政、企業の資金調達と、それに応ずる投資家を資金供給者とみると、そういうマネー・フローがより国民経済的にとらえられるわけです。これに対して流通市場は、信用取引を中心とするセミプロみたいなお客の資金回転みたいなところが多く、政策的な意味合いがより少なかったきらいがありました。

証券市場による資金調達においては、資金調達者は株式なら無制限、債券でも10年近くの長期資金が大量に確保できるのに対して、資金供給者は、換金したければ売ればいいのですから、短期資金でも十分活用できるという特徴があります。また取引形態をみても、1対1で対応する必要はない、1億円の取り手に100万円ずつ100人が出し手になってもいい。それらがそのときの金利機能によってフレキシブルに対応し調整できるということから、古今東西にわたって便利な制度として発達してきました。わが国では、このような発行市場機能は、44年頃から徐々に株式の時価発行という形で出てまいりました。いままでは額面発行でしたから、50円で株主に割り当てるので証券界のアンダーライター機能は全くゼロ、失権株があったときそれを割り振るのに幹事会社というのがあった程度でしたが、時価発行が出てまいりまして、強力な資金調達機能になった。社債発行市場の方は先ほど申しましたように実態は受託銀行が押さえていたのですけれども、株式の時価発行は証券界がほとんど100%のアンダーライター機能をもっていましたので、これによってずいぶん証券業界のイメージが変わってきた。その株式の時価発行が、転換社債になりワラント債に拡大され、さらには国外市場にも次第に広がっていくという時期でした。

そういうことから、証券業界において、これまでは協調してやってきた銀行業界との間に業務分野の調整という問題が起こってきた。よく銀行・証券の対立とか言われ

ますけれども、もともと証券会社にとっては銀行は大変なお客様だったわけでして、対立するという発想はなかった。こういう資金調達機能が出て、徐々に銀行・証券の対立が始まったのですが、これが時価発行になりさらには海外に行くに従って、より先鋭化したということです。また、マネー・フロー的にみれば、証券界は一部の投資家の資金について扱っており、国民貯蓄そのものにはまだなかなかタッチしていなかった。それが次第に国民貯蓄そのものを直接対象とするという形で発展していくようになりまして、銀行界とは資金吸収面でも対立するようになってきたということでございます。

ところが、発行市場機能というのは、当時の証券界としては非常になじみにくい。アンダーライター業務というのは、今までのブローカー、ディーラーとはちょっと違う業務なのです。例えばアメリカなどに行ってみますと、「インベストメント・バンカー」というのがいます。たとえばある企業家が個人でどこかの地域で事業をやっているとする。本人も大変できるし、その業種も軌道に乗って徐々に拡大しているとすれば、資金が必要になります。最初は親戚だとか友だちだとかパートナーシップ形態で対応していくのですけれども、それをさらに上回るときはその地域のインベストメント・バンカーのところに相談に行くのが普通ですし、それ以外に方法はまずありません。インベストメント・バンカーというのは弁護士みたいなものでして大きな事務所に１人でいるような感じです。企業家は長い付き合いがあり、かつその地域のことあるいはその業界のことに詳しい人を選びます。インベストメント・バンカーはまた知り合いの機関投資家に紹介する、向こうでは銀行も保険も年金も財団も、自分の判断で株式市場で運用するというよりも、そういうインベストメント・バンカーの紹介によりベンチャー・キャピタルに出資することによって、ハイ・リスク、ハイ・リターンの利益を得るという形が、資金運用の一つの定型になっております。投機的な株式投資、すなわち流通市場の株価の浮き沈みでサヤを取ろうとか、ちょっとした早耳や風評に基づいて何か稼ごうというようなのは、これは同じリスクと言いましてもちょっと異なるものでしょう。ここで言うインベストメント・バンキングのハイ・リスク、ハイ・リターンというのは、仮にある企業の発展ということがリスクだとしても、それを経営している人、その業界の将来、その業界の中に占める当該企業の位置づけというようなことの専門的な調査によって、そのリスクをかなりカバーできるも

のだからです。ちなみに、投資顧問とか投資信託において専門家が資金を運用するというのは、流通市場の単なる浮き沈みのサヤを取るというものではなく、ある企業の発展性を専門家が判断するということなのです。インベストメント・バンカーがたくさんいまして、それが大きいところは大きいなりに小さいところは小さいなりに、先ほど言いましたようにある地区はこの人だとか、ある業種はあの人だとか、そういうふうに自然発生的に機能していることが大切なわけです。潰れるのもあれば成功するのもあるのですけれども、成功すれば大変な金額になるということですから、これは融資の比ではない、第2のソニー、第2の京セラというようなイメージでよく例に引かれます。そういうふうにして店頭市場が形成されているうちに、中にはアメリカ全土に広がっていき最終的には取引所に上場するものも出てきます。日本では、未公開とか未上場とかいいますが、別に公開や上場が必然的な姿ではありません。「未亡人」という言葉がありますけれども、べつにご主人が死んだからって奥さんも死ぬ必要はない。株式の本来の姿はベンチャーから伸び出すところに一番活気もあるしうまみもある。上場するというのはいわば最終的な姿で、いわば出しがらというところもあるといえるかも知れません。

日本でも、戦前から「ベンチャー・キャピタル」の発想というのはあったようで、確か東横線ができるとき五島慶太さんが金融機関がなかなか資金を提供してくれないので兜町で資金を集めて作ったというような話もありますし、そのような資金調達市場は少しづつ芽生えていったのですけれども、戦時中の総動員体制で徐々に消えてしまったようです。戦後も証券業界の調達チームがアメリカに行ってそういう発想を採り入れてきましたが、うまく地につかなかったといわれています。その当時も、ベンチャー・キャピタルという発想は出ていたのですけれども、もう上場市場がしっかりと固まっているものですから、あくまでも店頭市場はそこに行くまでのステップで、リクルートとか何かにもありますように、価格形成とか募集のやり方とか、大変難しい問題が起こってきまして、なかなか正常に機能していないというきらいがあります。

3番目は取引所中心という特色です。これもまた我が国の特色でして、取引所が一番先にでき、その後から株式ができたものですから、最初は取引所で取り引きするものがない。秩禄（ちつろく）公債などを取引所に上場して、株式取引所を証券取引所に変えたりしたのです。それから東新（あずましん）の株式とか、それも不足すれば

清算取引とか、工夫をしながら取引所取引中心でずっとやってきたのです。今でも上場証券の取引は、非会員証券会社でも証券取引所で集中して取引を行わなければいけないという制度になっています。本来、非会員というのは取引所のルールに従う必要はないから、市場集中というのは制度上難しいことなのです。アメリカでは非会員の取引所外の取引から手数料が下がっていき、それが会員にも影響してああいう1975年のメイディーといわれる大改革につながったわけです。日本の場合は、証券会社の免許の条件に取引所集中というのを入れてましたので何とか実行してきたという点はあります。しかし、取引が海外に出て行けば、海外の業者は日本市場に集中義務はありませんし、海外の市場では集中ではありませんから、それもだんだん崩れていくというような方向にきていると思います。

4番目は、一般の投資家のみならず機関投資家の取引が増えてきたことです。本来、株式を持っている人は、昔は借家を持っている人よりも少なく、よほどの人でないと株式取引というのはやっていなかった。市場に資金調達機能がない時代の株式会社ですから、財閥が資金供給すれば株式は当然その財閥が持っていた。それが戦後、財閥解体という至上命令で、その結果、日本の大企業の株式がどっと市場にあふれた。これを証券業界が個人に売ったため一般大衆が入ってきて、証券会社の業務もリーテール中心ということでした。そのような市場が、再び大口投資の市場に移りつつある、そういう時代でした。比率としては個人株主は減少はしておりますけれども、法人間の持合がありますから、それを除いて考えると、現実にマーケットに出ている株式の中では一般大衆のウェイトがかなり多かった。したがって、行政的にもそれを中心とした発想がどうしても行われざるを得なかったのです。それが、内外とも機関投資家進出により、そのような市場の発展に配慮していくことになりました。

3．証券取引審議会の審議状況

次に当時の証券取引審議会の審議状況についてお話します。第一は、「公社債特別部会」を設置し、債券先物市場の創設の方向を出したことです。局長が代わられますと、証券取引審議会がどうなっているかをまず最初に調べて、前の人がやった仕掛りがあればそれを引き継いでやることになるのですが、昭和58年6月の状況では、前が

水野繁局長で「時価発行の公募増資の諸問題とその改善策」（57年の11月５日）、「株式市場の機能拡充について」（58年６月１日）というような問題がちょうど終わったところでした。それで、半年かけてテーマを選んでいったわけですけれども、いままで「株式市場」だったから今度は「公社債市場」を取り上げようということになりました。公社債市場には発行市場と流通市場があるのですけれども、「流通市場」から取り上げて、その次に「発行市場」にいこう、というような方向で証取審が動き始めました。昭和58年12月20日に総会を開く運びになりました。（このときは河野通一会長だったのですけれども、約１年前の57年11月に東証理事長が竹内理事長に代わられまして谷村裕前東証理事長がちょうど空いていたものですから、谷村前理事長に証取審の会長を代わっていただいた。資本市場振興財団の理事長になられたのはその１年後の59年11月ですから、証取審にかなり精力を注いでいただいたという時だと思います。）

証取審は委員数が法律で限られているものですから、やはり大勢の人に議論していただくには「公社債特別部会」を作ったらどうかというので、東大名誉教授の館龍一郎先生を座長にして設置されました。59年２月27日から６月15日まで５回やりまして一応勉強会は終えて、７月27日の第６回から債権先物市場問題に問題を絞って59年12月４日の第11回まで審議し、それを12月11日に総会に報告して、総会の意見としてこれを「報告書」という形で出した（金融制度調査会などでは諮問に対して「答申」といいますけれども、証取審は諮問していませんので「報告」という）。

このときは、債権先物市場というのがシカゴあたりでかなり活発になっていました。すなわち、先物取引が商品だけでなくて金融にまで膨らんできて、それを日本にも入れたらどうかという議論が行われるようになってきた。戦後ＧＨＱの指導もあり株式の清算取引については大変なアレルギーが業界にも行政にもありまして、これが取り上げられるものかどうかずいぶん局長も迷われたわけですが、「法制的には今の証取法はその取引を理念として禁じているわけではない、技術的な面で法改正を加えればいけるのではないか」という方向が局内で出されました。それをバックアップしたのはやはり証取審委員の竹内東証理事長で、部会座長の館先生も積極的だった。反対論もありまして、小宮隆太郎先生は反対意見はあえて言わないけれども欠席すると言って最終回には欠席されたのが非常に印象的でした。蝋山昌一先生は最初反対だったの

ですけれども、最後の方はわりと前向きな形になられた。そういうある程度際どいところをまとめていったということだろうと思います。なお、その後の公社債部会の審議で「発行市場」はどうなったということですけれども、これはしばらく中断して、60年の5月岸田局長の頃ですけれども、第12回から発行市場の問題を取り上げております。

第二に、59年10月17日の総会で「投資顧問業務等に関する特別部会」を設置しました。「投資顧問業者」というのは、いろいろな種類の業者がいまして、まず日刊の一般紙みたいなのも一種の投資顧問ですが、専門紙でも会員制の新聞もあれば不特定多数を対象にした新聞もある、そういうのは「サブスクリプチャー・アドバイザー」といいます。これとは別に1対1でいろいろ相談に乗っている人も投資顧問で「インベストメント・コンサルタント」という。こういうのは既にたくさん世の中にいまして、これを規制してはどうかというのはずいぶん前からの問題だったのですけれども、相手がジャーナリズムなものですからなかなか難しいということであきらめていたのです。「誠備事件」などでいろいろ問題が起こって困ったなと思うところに、新たに「投資ジャーナル」という事件が起こりました。これが当時非常に批判を浴びて行政は何をしているかという声が強まってきたものですから、いよいよ無視できないなという状況になってきました。これに加えて、近年、本格的な投資顧問業務が徐々に注目され、これが近い将来には金融業の中で大きなウエイトを占めてくるのではないかと言われ始めてきました。すなわち、これから大変な勢いで伸びていくであろう企業年金の運用がいまのところ税法上信託銀行と生命保険会社で独占しているという姿に証券業界の関心が大変集まりまして、やはり投資顧問業務というものを最終的には企業年金の運用まで含めて考えるような時代にきたのではないかというような動きもあった。後者の方だけで取り上げると、当然信託銀行とか保険会社の反対が強いわけですけれども、前者の動きと重なったわけで、こういう形に動かざるを得ないというようなことでした。証取審では第1回会合を59年12月25日に開きました。特別部会の座長は谷村証取審会長の兼任でした。第2回が60年2月8日（これは岸田局長が突然に着任された日で、証券局長になったとたんに最初の仕事が10時からの証取審だったわけです）。その後、岸田局長は留任され、3回、4回、5回と続けていかれまして、60年の11月25日には「投資顧問業のあり方について」という証取審の報告になりました。61年5

月27日に「有価証券に関わる投資顧問等の規制等に関する法律」が成立して、61年11月25日に施行され、約1年遅れて62年10月2日に「日本証券投資顧問業協会」が設立され米里恕さんが協会長になられました。佐藤局長時代に開いたのは1回だけですけれども、証取審というのは落とし所も考えてテーマを取り上げていくものですから、ここに至るまでのかなりの検討は当時からすでに行われておりました。

なお、当時「野村・モルガン問題」というのがありまして、アメリカのモルガン銀行が野村証券と合弁で信託会社を作るという構想が突然に発表されました。これはやはり企業年金の運用が念頭に置かれており、当時の信託銀行業界にとっては大変な問題だったわけですが日米円・ドル委員会のテーマにもなりなかなか大変なことでした。最終的にはその構想は実現せず、その代わりに新たな外国の信託銀行が数社設立されましたが、それと同時にこうして投資顧問会社を認知するからそこで企業年金の運用も目標にしたらどうかというのも、この構想の代わりになっただろうと思っております。

4．日米円・ドル委員会の開催

次に、日米円・ドル委員会の開催についてお話しします。これは、国金局でも大臣官房でも大きなテーマでしたから証券局から説明するまでもないのですけれども、証券局もいろいろな意味で関わってきました。これまでの動きを一応フォローしておきますと、58年11月9日から12日までレーガン米国大統領が訪日され中曽根総理と会談されましたがそのときのプレス・リマークで、竹下蔵相とリーガン財務長官の2人を共同の議長とし「日米共同円・ドル・レート、金融・資本市場問題特別会合」を設置すると発表されました。日本の大蔵省と米国の財務省が一緒になってやるから「日米共同」です。「円・ドル・レート」というのは、当時はドル高円安でこれを是正しない限り経常収支のアンバランスは直らないというアメリカの非常に強い主張で、同時に、それが起こるのは円が国際化していないことと金融・資本市場の閉鎖性にあるとして、円・ドル・レート問題と金融・資本市場問題とを一緒のテーマとして会合を開くということです。これを私どもは「円・ドル委員会」と略称して呼んでおりました。両大臣がしょっちゅう会うというわけにはいかないものですからこの下に作業部会を

設けましたが、これもまた「円・ドル委員会」と言っているのです。これは次官以下のレベルですから、こちらが大場財務官がヘッドで、官房の吉田総務審議官、宮本銀行局長、佐藤証券局長、酒井国金局長、（国会開催中とか何かで局長出席が難しいときには、行天審議官、藤野審議官、佐藤光夫次長）、向こうはシュプリンケル次官とマルフォード次官補とフォーバー日本課長です。米国の財務長官であるリーガンさんは当時64歳で、メルリンチのプロパーで社長、会長をやって、そこから大統領補佐官になって財務長官になったわけですから、業界人として実によく問題がわかってますし、メルリンチのことについては大変関心が強い。その下のシュプリンケル次官も、ハリス信託会社の副社長をやっていまして、この直前に信託の専門家だというのでいきなり次官になった人です。マルフォード次官補もメルリンチに勤めていて、その後はＳＡＭＡというサウジアラビア通貨庁で資金の運用などをやっていたユーロ市場の権威で、これも米国のチームに引っ張ってこられたようです。いずれも、業界人としての経験があり、利害関係に対して大変ナーバスな人たちだったわけです。

作業部会は６回行われました。１回目が59年２月23・24日に東京で、このときは金融の自由化が主なテーマだったと思います。第２回目はその１か月後の３月22・23日、これはユーロ円債をテーマに東京でやったと思います。３回目が４月16・17日、これはワシントンで行われまして東証の会員権問題が出てきた。４回目がホノルルで大場さんとシュプリンケルさんが２人で会っただけでしたが、これが５月６日で、第５回目の５月10・12日の東京の交渉にずれ込んできてユーロ円債の残った部分をやりました。６回目は５月20・30日のローマで、Ｇ10などの関係でローマしか日程が取れなかったのですけれども、これは報告書原案の作成ということでした。難しい問題でしたが、実質的交渉は３回でユーロ円の問題を最後に追加しても４回で決着したのです。

その決着の結果は、59年５月30日に「報告書」として取りまとめ公表されました。「報告書」とは、正式には「日米共同円・ドル・レート、金融・資本市場問題特別会合報告書」のことで、作業部会から両大臣の本会議に報告したものです。

同時に、大蔵省は「金融自由化及び円の国際化についての現状と展望」を発表しました。これは、大蔵省自体も当時銀行局中心に（国金局も証券局もそうですけれども）独自に金融自由化、円の国際化についての実績と展望があったわけでして、同時並行的に「円・ドル委員会」が開催されたわけです。そういう意味では、大蔵省としての

方針と円・ドル委員会のレポートとが齟齬をするわけにはいかないのですけれども、どちらがどちらに影響を与えたというものではなくて、ある程度併行して作業が行われたという意味を示したものと思います。日・米の交渉は、はじめ円・ドル・レート問題が主で金融・資本市場問題は従たる目的だったのですけれども、次第次第に後者の方がウエイトが大きくなってまいりました。そうなると、金融・資本市場問題は多分に内政問題ですから外国と交渉して決めることではありません。したがって、大蔵省としての方針は前から一貫してとられていて、それに円・ドル委員会が乗ってきたという形で、この両報告書が同時に発表されたのです。我々は当時、円・ドル委員会の方を「報告書」と呼び、「現状と展望」の方をただ「展望」と呼んで、両方一緒にいつも持ち歩いてあちこちに説明していました。

正式会合はこれで終わったのですけれども、フォローアップ会合をやらなければいけないというので、第１回会合は59年11月に東京でやりました。ここでは外銀の公共債ディーリングだとか、東証会員権の問題などが議題になったわけです。第２回は60年６月24日から25日に東京でやりましたが、これは岸田局長時代になってからの話です。ここでもやはり東証会員権の問題が取り上げられました。

日米のほかに、「日英協議」というのもありまして、これはアメリカがこういうのをやっているというのがイギリスにも伝わり、イギリスからも同じような提案が出されたものです。これは定期会合で年に２回ほどロンドンと東京と交互に開こうということで、第１回は東京で59年10月にやり、第２回は60年５月岸田局長時代の頃ロンドンでやった。その他、「日独」とか「日・ＥＣ」とか、いろいろありました。

５．東証会員権問題

これから、個別の問題をトピック的に申し上げますと、まず第１が東証会員権問題です。先ほど申しましたように、我が国は市場集中制度ですから、非会員証券会社でも上場証券を扱うには取引所を通さなければなりません。ところが非会員が取引所で取引するためには、会員を通じて取引をするわけで手数料を会員に払わなければいけない。例えば広島のウツミ屋証券は、当時、東証の会員でなかった。そこに来たお客さんはウツミ屋証券が例えば会員の野村証券に頼めばそこにフィーがいるものですか

ら、それをオンして手数料を支払わなければならないことになるわけです。アメリカでもそうなっている。ところが、野村証券が広島支店を設けますと、直接頼めば手数料が100ですむのがウツミ屋さんに頼んだら200というのではおかしいので、ウツミ屋さんでも100にしなければならなくなる。するとウツミ屋さんが野村證券に払っていた100を50：50で分けることになる。その野村證券分の50も徐々にウツミ屋さんの方に事務費だ通信費だという名目で移り最終的には73と27でしたか、ウツミ屋さんが73で野村さんが27取るという形で運営されていたのです。

海外のメルリンチ証券なども日本の上場株式を海外で取り扱うときにはそういうふうな形になっていたわけです。もし東証の会員になれば、これまで会員に払ってきた27%はいらなくなる、同時に、他のアメリカの証券会社のものを会員として取り次げば、27%逆にとれる、マイナスからプラスになってただちに採算が計算できるわけです。しかもマルフォードもリーガンもメルリンチ出身なものですから、これは大変関心が強くて、まず真っ先に外国の証券会社も東証の会員になる道を開いてほしいと要望してきた。こちらの方の言い分としては、57年の7月に取引所は定款改正をして外国人でも入れるようになっているが、ただ空きがないというだけの事実上の話だということです。それから、東証は会員組織ですから、監督官庁が決定したり解決したりするような問題にはならない、あくまでも東証の自主的な判断に任せるというような形になるのです。アメリカの方は、空きがないというのでは理由にならない、全体の数を増やせばいいではないか、それから、会員権の取得費用がアメリカのニューヨーク取引所に比べても大変高いというようなことでした。

そうこうしておりますうちに、59年3月23日、第2回の円・ドル委員会が東京で行われた日の翌日でした。たまたまリーガンさんが中国からの帰りに[redacted]寄られ、竹下大蔵大臣と会談して、そこに3局長、財務官が同席したわけですけれども、ここでもやはり東証会員権問題について大変関心が強く、これが我が国の金融市場が閉鎖的であることの象徴だというような雰囲気で主張されました。これでは、これを何とかしないと日米問題は収まらないなということで、佐藤局長がいろいろな方々にご相談された結果、その次のワシントン第3回会合（4月19・20日）のときに、当時出席する藤野審議官に竹下大蔵大臣からリーガン財務長官あての書簡を託そうということになりました。その書簡の中身は見たわけではないのですけれども、「いろいろ難し

いことがあるけれども、明示できないまでもしかるべき時期までにこの問題は解決できるように最善の努力を尽くしたい」というような、若干コミット的な文言でした。それだけ書く以上は、やはり業界の根回しはそれなりにいる。竹内理事長に相談して河本副理事長と東証管理官の私とで、業界の有力者10人ずつ20人を根回しして歩いたのです。今でも覚えていますけれども、一般的には非常に前向きなことを言っておられた人がこの問題を聞くやいなや血相を変えたら、逆に日頃強気のことを言っておられるような方がこれは時代の流れですなと冷静におっしゃったり、いろいろな反応でした。その様子を佐藤局長に連絡しながら、これならいけるのではないかと、若干フライングかもしれませんけれども思い切ってやったのです。藤野さんはそれを持って円・ドル委員会に行ったのですけれども、当時、リーガン財務長官になかなか会えませんで、交渉相手のシュプリンケル次官にこれを託したと。国際電話で佐藤局長に報告したら「いや、そういうものは直接渡すものだ」という指示で、3日ほどワンシトンで待ちまして首尾よく渡すことができ、リーガンさんは大変喜んで「アプリシエイトする」といってくれたそうです。リーガンさんとしてもいわば振り上げた拳を下げようがないようなところを、これで何とか収まったというような劇的な出来事でした。

このあと59年4月19日に、竹下蔵相から竹内東証理事長と千野東証理事会議長に、業界として検討するようにという正式の要請がありまして、業界も特別委員会を作りましていろいろ検討していくわけです。ですけれども、なかなか簡単にはいかなかった。当時、山一系の中小証券3社が合併しまして、その結果大福証券の会員権が不要となり売りにでたのです。私有財産ですからいままでは相対でしかもオープンにしないで売買取引していたのですけれども、この特別委員会で、これをオープンにしようと決定し買手を募ったのです。そうしたら、国内で8社、外国はメルリンチ1社、計9社が手を挙げてきた。計算上の価値が大体10億円だということですがそれにプレミアムをいくら乗せるかが問題になったのですけれども、先ほどちょっと例に出した[redacted]のに対し、[redacted]で、[redacted]ということでした。[redacted]はどうせ近い将来に枠は広がるのだからいま無理をすることはないと先を見ていたのかも知れません。このときは[redacted]で売却されましたが、アメリカも納得してました。

それはそれで終わったのですけれども、会員定数枠を拡大すべきではないかということになってきました。特別委員会は60年３月12日に枠の拡大を行うという基本方針を合意し、増加会員数や加入手続きを引き続き検討した結果、最終的には61年２月に第一次開放として10社（83社から93社に）拡大することにしました。その10社のうち何と６社が外国証券会社でした。それでも足りないという内外業者もいまして、２年後の63年５月に第２次開放が行われまして、このときには22社（93社から115社に）に拡大し、このときはそのうち16社が外国証券会社ということでした。今や東証の会員の２割ぐらいは外国証券会社になっております。この結果、先ほど申しましたように、外人投資は外国の会員証券会社を通ずるのが原則になりましたので、これまで外人投資からきていた27%の手数料は日本の会員証券会社には落ちなくなって、収益構造が内外証券会社で逆転するような形になったわけです。実際に会員権を開放したのはずっと後の話ですが、当時その方針を打ち出すには山を動かすような大事でした。今から考えると信じられない話ですが …… 。

６．債券先物取引制度の創設

次に債券先物取引制度の創設ですが、先ほど申しましたように証取審の「報告」が59年12月11日に出たわけです。その骨子は、①わが国においては長期国債を対象にしたこと、②証券取引所でやること、でした。当時、公社債取引というのはほとんど店頭市場で行われて、取引所は値付市場に過ぎない。各社の店頭取引をつなぐのも、ブローカーズ・ブローカー（ＢＢ）証券というのがあって、これも取引所の外で行われていたのですけれども、「先物取引は取引所で行う」という方針でした。この証取審の報告を実務レベルで具体化するため、60年１月４日から東証の方で特別委員会を作って検討した結果、３月15日証取法改正法案が閣議決定される運びになりました。これは２月８日に着任された岸田局長になってからですけれども、法案は大体でき上がっていたわけです。法案の最大の特色は、当時、バンク・ディーリングとかいろいろ行われておりましたので、「一定の資格を備えた金融機関及び非会員証券会社も参加させる」という点でした。これを「特別参加者」と呼びましたが、会員制の取引所に会員でないものが入るのは異例の発想でした。その後60年10月19日実際に東京で先

物取引がスタートしたときは、正会員は83社、特別参加者は55社、合計128社でした。法案の第2.の特色は、「国債に限り、かつ標準物を設定し有価証券とみなしたこと」です。一口に長期国債といっても発行日によって銘柄が違えば値段も違うし利率も違うため、このようないろいろなものを先物で取引するとしても清算も大変だし取引自体も複雑になってくる、そこであらかじめ金利も一つに決める、取引単位も決める、決済期間も決めるといういわば「標準物」を作って、これを取引対象とするというものです。しかし、そういう証券は現実にはないのですが、法律上架空に作ってそれでやったらどうかというような発想です。アメリカの先物取引においても「フォワード・トレーディング」と「フューチャー・トレーディング」という区別があります。フォワード・トレーディングというのは、1対1で相対取引が行われているのを単にその決済を先に延ばすというものですから、その当事者が3か月先なら3か月先に反対売買をすればそれで終結するわけです。単に決済を前にのばす（フォワードする）わけです。これに対し、フューチャー・トレーディングというのは、1対1ではなくて、売る方も多数、買う方も多数で対応できるようにあらかじめ取引の対象となる商品を決め、取引単位も決め、決済期間も決め、それぞれの取引条件が画一定型化して標準的に決まっているものです。したがって、例えば売手が6か月の先物でも、買手はこれを2か月ずつ3人で対応してもいいし、売手の1億ドルに買手は100万円の人が100人で対応してもいい。そういうふうに制度化したものをフューチャー・トレーディングというのです。ただ標準物というものを作ってやっていかねばなりません。この証取法改正法案は、60年6月に成立し、先述のように同年10月19日からスタートしました。そのあとで、株式の先物取引になり、さらには今日のデリバティブ取引にまで発展してきました。

7．債券格付制度の導入

次に、債券格付制度の導入です。先ほどいいましたように、証券業界はそれまで株式市場中心かつ流通市場中心であったので、公社債の発行市場はあまり引受機能してなかったと思います。証取法65条では、公共債は例外ですけれども民間債は証券会社でなければ引受けができないということになっております。やむなく金融界は受託銀

行という形で実質的な引受機能を持っておりましたけれども、形式的には証券会社が民間債の社債についてはアンダーライターをするという制度になっていたのです。しかし、わが国では長い間その実態たるやこのような法制とはかなり違った形になっておりました。いつまでもそういうわけにはいかないということから、徐々にではありますけれども、本来のアンダーライター機能を証券界が実質的にも果たさなければいけないという動きが始まったのです。そして、その一つの契機として、当時欧米では一般的だった社債の格付制度の導入が考えられたのです。

起債市場調整の実権は、当時、都銀５行（富士、三菱、住友、三和、三井）に興銀・長銀を加えた「７行会」が持っていました。これには証券界も行政も企業も太刀打ちできないほど強固な慣習だったのです。これをどうにかしなければいけないという声が発行会社側からも出てきまして、自由化、国際化の世の中ですから次第に揺すぶられていく過程だったのです。ですから、当時のこういうことに携わっていた銀行の方は大変イライラした思いをされたと思うのです。時価発行などが導入され、株式とか転換社債については証券界の引受機能が強化されこれまでもっていた実権がほとんど取られたわけですから、社債だけは頑張るぞというような意味から、銀行側も大変強い態度だったのです。このような雰囲気だったので、まともにいったのではどうにもならないということから、「社債問題研究会」というのを作ったらどうかということで、経団連の花村仁八郎副会長を会長にして、経団連ベースで勉強会が発足しました。行政側では藤野審議官が担当していろいろ根回しに回ったのですけれども、銀行側はけんもほろろで「勉強と言っても何か魂胆があるのでしょう」といって本気ではついてこなかったわけです。それでも、資本市場課が音頭をとって何とか半年ぐらい運営してみたのですけれどもにっちもさっちもいかない。今だから言いますと、「それでは興銀にリーダーシップを委ねるからどうだ」というようなことで、ようやく興銀が半身こっちに向いてきたのでホッとしていたところでした。

それで、何とか格付制度をスタートできそうだというようなことでいたところに、あいにく国際金融局の方も偶然同じような動きをしていたのです。渡辺喜一さんが中心になって設立された「国際金融情報センター」というカントリー・リスクの調査などをやっておられたところがあったのですけれども、これをもとにして格付けみたいなものができないかという発想のようでした。このほかにも、日経新聞が54年４月に

日本公社債研究所を設立して公社債新聞などを出したりしていたところなのですけれども、ここが格付けのようなことをすでにやっていたのです。日経がそんなことをやっているのなら、朝日もやろう、読売もやろう、ダイヤモンド社もやろうという動きにもなりつつありました。ほぼ同じ時期に、海外からもムーディーズ社だとかダウ社だとかが、日本でそういう業務をやるとしたら何か支障がありますかという問い合わせが当局にありました。前述の円・ドル委員会でもユーロ円債の発行の許可基準が当時問題になったのですけれども、「適債基準という変なルールにもとづき役所の課長さんが鉛筆をなめたり、銀行を中心とする起債会が何かちょっと圧力をかけたらするというようなことではいけない、ちゃんとした国際的な水準である格付けでいこうではないか」という主張が米国からもありました。

こうしてスッタモンダやってきた結果、60年4月、岸田局長になってからですけれども、結果的には3つの格付機関がほとんど同時スタートするということになったわけです。すなわち、①日本経済新聞がやっていたのが「日本公社債研究所」、これは前述のように54年4月からやっていたというのですけれども、59年4月に法人化するなど強化して61年6月には四国の財務局長だった秋根稔さんが入りました。②証券局でイニシアティブをとり最終的には興銀に委ねた動きは、「㈱日本インベスターズ・サービス」が、興銀ＯＢの梶浦英夫さんが代表者になって60年4月に受託銀行や証券系の研究所など118社の出資で設立されました。③同じく60年4月に、「㈱日本格付研究所」が国金局主導ベースで東銀、日長銀、日本生命、農中とか生損保、信託銀行などの74社出資で、渡辺武さんというＭＯＦの先輩が代表者でスタートしたのです。

社債問題研究会の報告書の中には4原則というのがありました。①複数制、1社が独占するというのではなく、複数で競い合う、ですから「日経のは役所が関与してないから蚊帳の外だ」ということはなく、みんな一緒にやっていく②独立性どこかの銀行又は会社あるいは役所に影響されたりすることはない。③機密を保持しなければいけない、④費用負担は自前で、格付けを受ける企業から取ればいい、というものです。これは三社とも、守られています。

このようにして、格付制度はわが国に導入されました。その結果、適債基準という資本市場課の行政指導や起債会の調整という、やや不透明といわれたガイドラインから、マーケット・メカニズムを通した調整に徐々に移っていったといえましょう。ど

ちらが原因でどちらが結果とはいえませんが、格付制度の導入の動きと相まって公社債発行市場が一層自由化されたということはできます。

8．業務分野の調整

次に業務分野の調整です。当時は、まず「銀行の公共債市場への参入」が大問題になっていました。銀行は国債引受シ団に入り、国債の残高も増え、流通市場でも期近ものが出回っているのに、銀行が業務として流通市場でこれを扱えないのはおかしいではないか、戦前やっていたのに戦後できないというのはおかしいではないか、というような主張です。証券界は、戦前はともかく、戦後は民間債について証取法第65条で制度的に独占し、また公共債については事実上独占してやってきたのだから、ということで反対していたのです。いろいろご承知のような騒動の結果、57年3月11日吉本宏局長の頃にいわゆる「三人委員会」の裁定が出まして、「公共債については銀行の窓販・ディーリングは認める、ただし、大蔵大臣の認可を必要とし、その窓口は証券局とする」という基本方針で何とか収まったといういきさつがあります。公社債については65条でも例外とされてますから法改正の必要はないわけです。

その基本方針をどういうふうに実施していくかという時期だったわけです。まず、「窓販」から始まったわけですけれども、58年4月（直前の水野局長の時代）から長期利付国債については認可され始めました。中期利付国債と割引国債は同年10月からということでしたから、これが佐藤局長になってから始まったのです。個々の金融機関を対象に証券局が認可していくわけですが、窓販の方は証券界もそんなに反対はなくて順調にやっていったということなのです。他方、「ディーリング」の方は、窓販とは違って証券界の抵抗が強かった。それで、いろいろなことがあったのですけれども、次のような方針を決めました。①時期的には、58年4月の窓販開始から1年2か月おいた、59年6月から始め、対象証券はまず期近ものでスタートしさらに1年たったら全部について広げていく、②対象金融機関はまず都銀、長信銀、信託、農中、それに地銀をいくつ入れる、地銀はちょうど上から10番目のところで資金量に大きな谷ができていたので地銀を10とし、それで合計34行とすることで大騒ぎでスタートしました。日米円・ドル委員会がそのときちょうどありまして、外銀がディーリングや窓

販の対象に入っていないのはおかしいと指摘されました。当方は「それは構いませんけれども、長期国債についてはシ団にも入っていない、中期国債の入札にも参加していない」と言ったら、「それではそういうふうにするから」という返事でした。こうして外銀がまずシ団に入り中国の入札に入ったあと、10月19日３行、シティ・バング、バング・オブ・アメリカ、チェース・マンハッタン、にディーリングと窓販と認可しました。その後60年６月岸田局長のときですが、ディーリング対象証券を約束通り期近ものから全部に拡大するとともに、認可金融機関は最初は10だった地銀にさらに44、相銀に１つ、外銀に５つと拡大しました。こうして何とか大問題だったバンク・ディーリングの実施がスムーズに行われるようになったということでした。

業務分野の調整は、本来は銀行と証券会社が相互に歩みよるというのが基本ですが、当時は銀行の方は非常に勢いがいいし、また時代の流れに即応した説得力があるのに対して、証券の方は逆にとりたてて取るものがないため業界をなだめるのに大変苦労しました。それでも、57年４月に金地金の取扱い、58年７月に公共債の担保貸付、59年４月に海外のＣＰの取扱いを新業務として証券会社に認めることで、何とかやっていたのです。要するに「65条といっても、両業務は線を引いたように真っ二つに分かれているものではなくて、銀行業務と証券業務の間にいくらでもグレイゾーンがあるわけで、それは相乗りでいこう」という基本方針で両業界をなだめながらやっていったということです。そのときに佐藤局長が「短期金融市場の整備」ということに大変関心が強くて、「アメリカなら短期国債ＴＢだとかＣＤだとかＢＡだとかそういうものがあったわけですけれども、どうも日本では短期金融市場というのがなかなか発達していない。欧州型はユニバーサル・バンキングだからあえて長・短期市場間を裁定することはないけれども、アメリカ型は銀行・証券がキャピタル・マーケットとマネー・マーケットと分かれているわけだから、その裁定に短期金融市場が要るのではないか」ということを主張しておられました。当時、日本の短期金融市場の規模はアメリカの10分の１で（株式の時価総額は３分の１で、債券発行残高は２分の１）えらく遅れているから、ここは銀行・証券相乗りで将来の成長分野だと強調していたのですけれども、財政制度が違うためにＴＢがあまり発達しないので当時期待したほどはうまく育たなかった。最近、インターバンクのマーケットが非常に窒息して思いがけない資金繰り倒産みたいなのが表に出てくるというようなところから、インターバン

ク・マーケットというのが大変難しい問題になっています。短期金融市場が当時力を入れていた割には思ったほど育たなかったのは残念です。

最後に「三局指導」についてです。ご承知のように65条は日本国内での適用ですから、民間債を日本の企業が海外で出すときはそれを引き受けるのは銀行でもいいのです。しかし、銀行が国内では引き受けることはできないのに、例えばお腹を借りるといいますか、投資家も日本だ、引受業者も日本だ、だけれどもロンドンで調印だけやろうではないか、船の上ならどうかとか、そんな話が始まりまして、当時としては大変な問題になりました。「富士・クラインボルトベンソン」という現地法人がキャノンの転換社債発行のリードマネージャーになる。続いて「興銀インターナショナル」が新日鉄の社債のリードマネージャーになったのですが、この発行規模は大きかった。この会社は興銀のロンドン支店（エージェンシー）の中にあり、同じビルの中でどこからどこまでが銀行業務でどこからどこが証券業務かわからない。私の知人がやはりある都銀に行ってまして、バッタリ会ったときに「どうしてる？」と言ったら、「いや、いや」と言ってロンドンの都銀の現法の名刺を出したので、「ロンドンにいるの？」って言ったら、「いや、ロンドンなんか行ったこともない、全部日本ですよ」という、「君みたいなのが何人いるの？」って聞いたら、「いや、もう100人じゃ利かないですよ」なんて言っていました。証券会社にもこのような情報が筒抜けなものですから、あまりひどいのはどうかというので、いろいろ知恵を絞ることになりました。本邦企業が海外で社債を出すときには、一応証券系の現法と銀行系の現法と相乗りでどうか、そうすれば相互監視が利いてあまり極端なことはできませんから。それでも証券界の方が、「いや、いままで全部自分なのに、これから相乗りというのはおかしい」と言うので、「それでは、兄貴分として先に名前を出してもらったらどうか」とかいっているうちに、昭和50年頃いわゆる「三局指導」のルールが銀行局、証券局、国際金融局の担当課長の行政指導方針として明文化され、それが当時まで10年近くもずっと続いていたのです。

ちょっと話が構造に入りますが、「通貨主権」という言葉がありまして、一国の主権というのは国土と国民の他に通貨があるのです。だから、海外でも円建てで債券を発行するような場合には、必ずどんな発行者も日本政府の許可を取らなければいけないという国際的なルールがあります。これまでもアメリカ企業が海外で円債を出すと

きにはいちいち許可を得に来ていましたけれども、それを自由にしろというのがアメリカの主張です。アメリカはドルで債券出されても一向に構わないというんです。国際通貨なものですから通貨主権という考えがないようなものです。日本が何とか言ってもなかなかわかってくれない。スイスなんかは、スイスフラン建てのを出すときはスイス市場でなければ許可しないというふうに頑固に守り通したのです。ですから、スイスフラン債を出すときはもういやがおうでもチューリッヒに行かざるを得なくて、そこで日本の証券会社・銀行があげてスイスに行ったわけですけれども、そこで発行許可がなかなかおりずあまり頭が固いので嫌になっていました。そのうちドイツがマルク債でどうですか許可をとればどこでも出てますよと言ってきて、スイスがあわてて少し緩やかになったということもありました。各国は自国通貨というのをそのぐらい大事にしていた。

ところが、日本は世界第２のＧＮＰの国で、円はドルに次ぐ国際通貨でなければいけないとかいわれて、ユーロ円の自由化に踏み切ったわけです。このときも、同じ円債ですから先ほどの問題もあって起債会は大変な抵抗をしたわけですけれども、「非居住者ならいいが居住者のユーロ円を自由にするとは何だ」というので興銀を中心に非常に抵抗があったのですけれども、59年の４月から居住者は自由、59年12月から非居住者が自由というふうになって、興銀が「逆じゃないか」とびっくりしたのですけれども、それが揉めて円・ドル委員会が１回延びたぐらいです。国金局のユーロ円債発行の許可のみならず、証券局の引受幹事の問題、主税局の源泉徴収の問題も、59年12月から全部自由だということになりました。このようにユーロ円債の主幹事が自由になったため、三局指導で日本の銀行系の証券現法は証券の下につかないとできないと我慢しているところに、外国の銀行等証券会社が堂々とやっているのではたまらない、逆差別だということから、これを契機として「三局指導」そのものの存在がかなり問題になりました。しかし、証券局も証券業界もこれは国内問題だから別だ、銀行系の証券現法が100％自分でやれば誰も文句言わないし、100％かどうかは一緒にやっている証券系の現法がよくわかるのだから、これまで通りでいいじゃないか、ということで、当時としては頑張っていったということです。バンクディーリングなどで証券局が銀行局にゆずり、証券業界がかなりいきりたっていたので、ここだけは何としても譲れないという状況でした。

9．株券等保管振替システム

最後に「株券等保管振替システム」です。これまでは、「株券振替決済制度」と言っていたのですけれども、①将来転換社債にも公社債にも広げようというので「株券等」にしましたし、②単に振替というだけではなくて「保管」もこれでやる、③コンピューターを使ってやるものですから「システム」という言葉にした。株券等を一定の機関（保管振替機関）に集中保管して、売買取引も担保取引もみんなそこの振替だけでやって、現実に受け渡ししないですむようにしようという制度です。近年、証券取引が非常に大量煩雑になってきましたが、取引自体はコンピュータでやって、資金の受払いも銀行口座振替でサッとやってしまうわけですが、日本では証券の受渡しは一々お客さんが現物を持って来て、取引の後それをまた買方のお客さんに届ける習慣になっています。これは非常に煩雑で、一時東証の出来高が非常に増加してきたときに、売買取引ではなくて受渡しの方でパンクするのではないかと言われていたのです。ドイツなどの発想でみれば、キャッシュという有価証券が口座振替でパッとできるのに、株券（欧州は原則として無記名株ですから）もパッと振替でやれないはずはないという考え方から、もう100年前からやっているわけです。ドイツがナチス時代にフランスを占領してこの制度を残したため、フランスではドイツを上回るような形で発展し今では有価証券の現物なんて見たことがないという姿になっている。オランダでもイギリスでもいろいろ違いはありますけれども、有価証券の現場を取引のつど一々渡すというようなことはおかしいという考え方になりつつある。日本はアメリカと同様に記名株式なのですが、アメリカはストリートネーム（仮名）みたいな形でうまく処理しているのです。 日本だってできないはずはないというので東京証券取引所を中心にこの制度の導入検討を始めたのですけれども、これが大変な難物でした。54年の５月から始めて57年の12月まで４年間に、担当審議官が小山さん、岡崎さん、金成さん、藤野さんと４人やられたのですけれども、どうにもならない。なぜそんなに難しいのかと思うのですけれども、やはり各発行会社に株式課というのがありまして、ここは株主管理という非常にデリケートなことをやっておりまして、これは社長といえどもそこに手は出せない。さらに証券代行会社というのがありまして、それが名義書換え

の代行をしているのですが、これらが一団になってガンとして譲らないのです。また、法務省もまた法律上も問題があるというふうでなかなか腰が重かった。証券界が動いてもなかなか発行会社を説得できる立場でない。銀行の方は、出担保といって担保を預けたまま取引できるやり方だってあるのだからそんなに困っていないという。取引所の方では、たまりかねてとりあえず簡易振決というのを12年やってきた。これは日本証券決済株式会社というのを作って事実上そこで株券を預かってやるのですけれども、これはちゃんとした制度ではないから何かあったときに対応が難しいし、いちいち決算期になれば株券を返さなければいけません。とりあえず便利は便利なのですけれども本格的に発展させるには難しいし、東証以外の取引所ではできないというような不満もありました。

これをどうしてもやろうという方針のもとに関係者がすったもんだの末、そのやりとりは省略しますけれども、まさに死にものぐるいで何とか合意を取りつけて「株券等の保管及び振替に関する法律」まで持っていった。法律は59年5月15日に成立・公布されまして、集中保管振替機関として59年12月6日に㈶証券保管振替機構が設立されました。理事長は渡辺豊樹さんです。そのあと半年たった60年5月27日に法律上の保管振替の機関として指定して、それから6年たった平成3年10月から、東証上場株式を対象としてスタートしたのです。

以上の他にも「資本市場研究会」ができたのもこの頃ですし、それから党税調で有価証券取引税を引き上げようという動きがありましたが、それを何とか業界の方も反対して結局引き上げに至らなかった、というような出来事もありました。

当時、ダウは1万円を割っていまして、最終的に1万1,000円ぐらいのときでしたが、証券業界は尻上がりに景気がよくなりむしろ強気でした。ですから、自由化・国際化・機械化という新しい展開や、それに伴う銀行や外国業者の進出という問題についても、何とか行政についてきたというようなところはありました。その強気がやや自信過剰になって、あとで行き過ぎたような形になったのかもしれません。今から考えるとそういうふうに思います。行政としては、実態が先ほど言いましたように先行して、これに的確な対応をするのが大変難しかったというような時代だったと思いま

す。

〔 山 口 〕 どうもありがとう。

〔 赤 倉 〕 橋本さんのお話を陪席しながら聞いていて、私も当時を思い出して、なるほどなと思っていたことが非常にあるのですけれども、全体的なことをご説明されたので、私はちょっと印象的な部分だけを申し上げます。

私が佐藤局長にお仕えした1年半ぐらいの間は、証券市場は上り坂のときだった。そして、むしろ私が業務課長をやっていたあたりは、あまり急激に膨張するのはどうなのか、多少ブレーキを踏んだ方がいいのではないか。例えば、投信の設定とかそういうことについては伸ばすことはいいと思うのだけれども、そんなに大きく伸ばすのはどうなのかなという感じがちょっとして、そういうことを指示したようなこともありましたけれども、結果としては、私が証券局を去った後にまた大きな山があった、そういうようなことが1つ言えると思います。

それから、先ほどのご説明にもありましたけれども、非常に大きな問題はやはり業際問題であって、私が業務課長に就任したとき、佐藤局長から呼ばれて業際問題、特に公共債のディーリングは最大の問題と言ってもいいぐらいだから、これは一生懸命やってくれというご指示をいただいたような記憶もあります。59年、何とか決着させようと思って、当時の銀行課長の千野課長と、北村（歳治）さんが補佐だったと思いますけれども、大変いろいろ苦労して何とか方向を定めていった。それに付随して海外ＣＰ、ＣＤの問題とか、そういう問題も何とか決着させたということがあります。

もう一つ印象の深いのは国際化です。金融自由化、資本市場自由化といった圧力が非常に加わってきていた。先ほどモルガンの話もありましたけれども、その他いろいろな点でそういう圧力が加わってきた。日米円・ドル委員会は、先ほどのご説明のようなことで始まったわけですけれども、当初はそんなに大改革が後に控えているという印象は、私はあまり持たなかったし、私の周辺の人もあまり持ってなかったのではないのだろうか。それが円・ドル委員会をやって、その後のアフターケアが何回か続いていく中で、あれこれと非常に具体的な自由化の問題あるいは国際化の問題が持ち出されて、非常に大きなインパクトをそういう問題に与えたのではないかということ

が言えると思います。

佐藤局長が亡くなられたのですが、ちょっと佐藤局長の印象を申し上げさせていただくと、皆さんの中ではご存じない方もいらっしゃると思いますけれども、大柄ではないのですけれどもなかなか精悍な感じで、人によっては非常に怖く見えるような方でありました。ただ、仕事を前向きにやろうということで、先ほどのご説明にもありましたように、問題になっていることを積極的に解決しようという意欲が非常に強かったと思います。これは、雑談的な話になりますけれども、佐藤局長は、私たちといろいろ雑談している間に、自分は兜町の信長であるというようなことを言って、織田信長を自任しているというのがわかりました。織田信長と似て途中で病気で亡くなられたなと、なくなられた60年の１月のときにそういうようなとこを言っておられました。そういう関係で、佐藤局長が織田信長ならば、一体私たち各人は誰に当たるのだろう、例えば橋本審議官は誰だとか、私的な会合などで話題になるような、そんなようなことがありました。私から申し上げるのは以上です。

〔　山　口　〕　佐藤君は12月の初め頃、どこか国際会議か何かで……。

〔　赤　倉　〕　外国に行かれて……。

〔　山　口　〕　行ったよね。

〔　橋　本　〕　突然、虎の門病院に入院されまして、一旦出て来られたのです。医者の許しを得たから俺はアメリカとヨーロッパを回ってくる。アメリカでは円・ドル委員会のシュプリンケルと交渉するし、ロンドンではクックと証券会社のバンキング・ライセンスの問題についての話をしてくるからと松元補佐を連れまして２人で２週間ぐらいものすごい強行スケジュールで回ってこられたのです。そのときに、医者の許可を得ているからというふうにおっしゃいましたけれども、どうも医者の許可というのは、私の想像ですけれども、「どうしても行きたいなら最後に行っていらっしゃっい」というような感じではなかったと思うのです。年末に帰って来られて、正月は自宅で過ごされたのですけれども３日に再入院されて31日の朝に亡くなられた。

〔　山　口　〕　30日に行ったら、まだ意識があって、「山口さん、みんなに体だけは大事にするように言ってください」と言っていた。

〔　赤　倉　〕　外国出張中でも体調は悪かったようです。お帰りになってすぐ入院された。私が、２人で話したというのは12月末頃、病院におられたとき、そのときだ

けです。そのときはまだいろいろなことを言っておられましたけれども、その翌年に入って2度ばかりお見舞いに行ったときは、会話自体がなかなか難しくて、一番最後のときは全く部屋に入れてもらえなかった、そんな状態でした。[redacted]んですね。主計局のときからそうだっと思います。私は佐藤さんが主計官のときは主査ですから。

〔 山 口 〕 あの頃からだったの？

〔 赤 倉 〕 ええ、ずうっと。怖い人が何人かいますが、数えると入るというような……。

〔 橋 本 〕 「いつまでもダラダラやってられない、自分には時間がないんだ」というような気持ちですね。ですから、普通の人が取り上げてやるより、スピードは速かったです。それに、普通の人なら取り上げるのを躊躇するような問題をどんどん取り上げられましたからね。二の足を踏んで取り上げられなかったというのは、ほとんどないぐらいです。

〔 赤 倉 〕 先ほど言われた「格付け問題」なんていうのは非常に難しい話で、やりかけるとおそらく相当引っかかるのではないかというふうに最初から予想されていた。先ほどお話がありましたけれども、それでずいぶん苦労されたと思います。あれはむしろ局長がかなり専属的にやっておられたので、私もあまり内容はよく知りませんけれども、途中のいろいろな記憶をたぐってみると、どうも佐藤局長が思っておられたようなペースで進んでないというようなことがありますね。ですから、あれは相当精神的に気を使われたのではないか。

あとは、59年の年末の頃になって有価証券取引税を引き上げるという話が主税局の方から出てきたのです。当時、アメリカに佐藤局長がおられた時で、私は電話でその話をご連絡したのですが、全く予想していなかったのである意味で非常にショックというか怒ったというか、そういう感じの電話の受け答えがありました。戻られていろいろ努力されて、それは一応なくなったが、それもやはり精神的に非常に消耗される1つの原因だったのではないかと、私は思っています。

〔 浜 中 〕 私の記憶では、格付けについては年末の段階で佐藤局長が考えておられたような3つか4つのグループがもう新聞に載るぐらいに方向づけというか潮流を作られていた。今、橋本さんにやや公式的にはそれから半年ぐらいたってからとい

うようなお話を伺いましたが、もう少し早かったのかな、あるいは私が外からみていて間違っているかもしれませんが、いかがなものでしょう。

〔　橋　本　〕　「社債問題研究会」は1月31日にスタートして、ワーキング・グループを2月23日から始めたのですけれども、途中でデッドロックに乗り上げました。柏谷君が最初にやっていて、資本市場課長が59年の6月から金野君になりました。59年の9月に、佐藤局長がちょっと一段落したとき、金野君を呼んで「どうなってる？」って聞いたところ、金野君は「もう、にっちもさっちもいきません、一応集まって勉強はしていますけれども、どうにもならないのです」って言うのです。当時の興銀の担当常務と1対1で話し合われて、金野君が陪席したのですけれども、そのやりとりが金野君が大蔵省に30年いた中で一番印象深いものだったというぐらいの大激論だったようです。興銀にリーダーシップを任せるからいいじゃないかというのですけれども、興銀の方はまだまだなかなか慎重でした。担当常務さんは、上司と調整したうえ、今度は、銀行局に相談に行かれたわけです。それがまた佐藤さんの怒りに触れ、1か月ぐらいすったもんだして、ようやく方向が見えたかというようなことです。証券局、国金局、銀行局、関係三局で合意文書を作り、大体決着したのですけれども、その合意文書が10月18日付で「格付機関の設立について」という文書で公表されています。

〔　赤　倉　〕　私のメモによれば、84年の10月11日に、どうも新聞に社債格付機関について記事が載ったらしい。それがおそらく今言っておられたことではないかと思うのだけれども、それでだいぶ証券局の中がドタバタしたというふうに記録されています。その後で、20日過ぎの段階でも、なかなか局長の思うようにはあまり進展していないのではないかという感想を私が書きつけている。どれほどの信憑性があるかわかりませんけれども、そのときでもあまり思わしくないというふうに思われていたのではないでしょうか。

〔　橋　本　〕　ああいうものは自然発生的に起こるもので、役所がリーダーシップを取って作るところではない。また、何か天下りのポストのためかということを新聞社が来て冷やかしていくわけです。証券局では国金局の国際金融情報センターを中心とした動きを全く知らなかったんです。ですから、お互いに構想が相当固まってからバッティングしたんですね。だけど、最初から複数でいこうという気持ちがありましたので何とかなりました。日経がもう先にスタートしてしましたから。

〔　山　口　〕　ただ、私の記憶では、日経の円城寺さんが、俺のところも仲間に入れてくれと言いに来たよ。だから、やはり何か強化するか何かしたんじゃないかな……。

〔　橋　本　〕　ええ、日本格付研究所には先ほどちょっと申しました秋根君というのが四国の財務局長から常務で入ったのです。それまでは大蔵省からは１人も入っていなかった。

〔　山　口　〕　そのときも確か大蔵の方からくれというようなことを言っていたような気がする。

〔　橋　本　〕　入ったのは１年遅れてからですね。

〔　赤　倉　〕　開銀も何か関係がある……。

〔　橋　本　〕　開銀も企業情報を持ってまして、それで格付機関を作りたいという動きはありました。開銀も将来そういう方向で生きていくと。しかし、これは実現しませんでした。

〔　赤　倉　〕　いろいろな関係者がいていろいろなことを言うものだから、ヒアリングの度に。だからこれは相当大変だったという……。

〔　北　村　〕　あの当時、昭和59年前後の話でございますと、銀行局サイドから見れば、佐藤局長はディーリングに関しては非常に怖い存在で局長の一言一句が銀行局にピンピン響いてくるというのが当時の状況だったと思うのです。

それから、「三局指導」に関しては、一度、次官室で銀行局、証券局、国金局が入って大会議があったときも、やはり佐藤局長がいろいろご議論されたと思うのですけれども……。

〔　赤　倉　〕　いや、そうじゃなくて、それは多分59年４月６日ですよ。そのとき、「三局指導」で大臣室で激論をしたと（私のメモに）書いてある。

〔　北　村　〕　じゃあ、その前の段階で次官室で議論をやって、その後、大臣室で。そのとき、相当の迫力をそばにいて感じました。昭和50年前後だったと思うのですが、宮本保孝さんが銀行課長当時それをやって、「俺もあのときは10年も長持ちするとは思わなかったんだ」というふうにいっておられました。昭和59年（1984年）に見直しをやって、そしてそれが事実上解消するようになったのは、平成４年（1992年）ですから８年近くかかっていた。ですから、１つルールを作るとアッという間に10年なり

10数年過ぎちゃうのかなという感じが、そのとき強くいたしました。

〔　赤　倉　〕　あのときはお互いに引かなかったですね。

〔　橋　本　〕　スイスにゴッタルド銀行というのがありまして、幹部は住友銀行からの出向者がほとんどでした。それが住友系のイトマンの社債のリードマネージャーをやると宣言して、実質的に「三局指導」違反なのですけれども、堂々と宣言して堂々とやっちゃったですね。訴えるなら訴えてみろと言わんばかりに。だけども、あれは住友銀行もさすがに後味が悪かったという言い方をしてましたけれども。

〔　北　村　〕　59年か60年ですね。

〔　橋　本　〕　ゴッタルドの形式上トップのスイス人が証券局に3回ぐらい来まして、ＭＯＦが何と言おうと私はやりますというのです。だけど見え透いているのですよ、そんなに大きな銀行じゃない、社員も何人もいないし、プライベートバンクですから。私のところには外国人が来ましたけれども、要所要所は住友銀行の人がやっているわけですから、そんな雰囲気でした。あれが当時の銀行・証券業界のシンボル的な争点でもあったのだと思うのです。それを事実上強引に突き破ってみたらどうなるかというようなことでしたね。

〔　北　村　〕　銀行サイドからしますと、あの頃、海外進出が非常に積極的で、ゴッタルドが住友銀行としますと、三菱はカリフォルニアの方のバンカー・アンデルトとか、ある意味では、証券市場が上り坂になったと同様に、銀行が対外進出でものすごい上り坂になった時期だった。

〔　橋　本　〕　当時ライバルでもあったアメリカのコマーシャル・バンクがロンドンに行くと、マーチャントバンクを作ってどんどん起債を引き受けるわけです。そうすると日本の銀行はちょっとたまらないような焦燥感にかられたところがありましたね。

〔　山　口　〕　それでは、どうもありがとうございました。

――以　上――