

昭和55年6月23日

昭和46～48年の証券局行政

日本化薬㈱専務取締役
元証券局長

坂野常和氏

出 席 者

元証券局長

坂 野 常 知

元大臣官房審官（証券局担当）

大 谷 邦 夫

財政史顧問

舟 山 正 吉

協 力 者

古 橋 幹 男

目 次

1. はじめに	4
2. 証券行政の重点	4
(1) 資本市場の位置付けの明確化	4
(2) 国際化の促進	5
(3) 証券会社の営業活動の規制	6
3. 株式市場の問題	7
(1) 株式市況の動向	7
(2) 増資の状況	7
(3) 時価発行の盛行と4社の過当競争	8
(4) 自主ルールの制定	9
(5) 株式市場対策	10
(6) ブローカー・ディーラー兼営の弊害	13
(7) 4社寡占論の台頭	13
(8) 中山製鋼事件	14
(9) 協同飼料事件	14
(10) 粉飾決算事件	16
(11) 証券取引所のあり方ー自主規制機能の確立	17
(12) 株式市場改善策	18
4. 公社債市場の問題	20
(1) 事業債発行条件決定の変革	20
(2) 公社債市場の動向	21
(3) 証券取引審議会の審議	22
5. 証券取引法の改正	24
6. 外国証券業者法と65条論	25
7. 商法改正とディスクロージャー	26
8. 通貨変動と企業会計	27
9. 証券局の機構整備	27
10. 銀行と証券	28

11. 外国調査の印象	30
12. 為替レート改訂と株式市場	32
13. 質 疑	32
(1) 監査一元化の考え方	32
(2) 現先市場	33

1. はじめに

坂野 それでは始めさせていただきます。

私が証券局長を仰せつかりました46年6月から48年6月の2年間の証券行政のお話でございます。

この時期の情勢を振り返ってみますと、ちょうど佐藤内閣の末期、そして水田大蔵大臣でございましたが、46年の8月に例のニクソン・ショック、ドル防衛対策、それで円の変動相場制への移行の悩みの第一歩がそこから始まる、12月にはワシントンで、スミソニアンの会議があって、1ドル308円ということになる、翌年に、5月には円の対策7項目というようなものが出る、そういう折に、公定歩合をなお引き下げていくわけです。その結果、御承知の過剰流動性というものが生じて、これが証券市場を大きく持ち上げる、特に株式市場を非常に高騰させるということになります。そして7月の7日に田中内閣、植木大蔵大臣、9月には日中国交樹立、12月に解散がありまして、愛知大蔵大臣が12月の22日から大蔵大臣として証券行政を指揮されたわけでありまして、で、この辺が例の一億総不動産屋という土地ブーム、それから株のブーム、そういう時期になります。48年に入りましてベトナムの停戦、それから米ドルが10%切り下げられる、3月ごろから欧州を中心に非常に外為市場が荒れまして、3月には市場が閉鎖されるというような状況もあります。

こういうふうに見てまいりますと、国際通貨の激動期、しかも円の切り上げを抑えつつ、輸出の増進をなお図っていくということから、景気は拡大いたしますけれども、それでも金利を下げっていくということから、大変な過剰流動性、そして後に48年の10月のオイルショックが起きるわけですが、その前にもうすでにインフレ体質というものが非常に高まっておったのであり、こういう時期に当たっていたのであります。

2. 証券行政の重点

(1) 資本市場の位置づけの明確化

この時期の証券行政は、どういうことを重点に行ったかということですが、まず、ちょうど高度成長の末期で、証券会社の力も相当できてまいりまして、免許制以来6、7年たったわけでありまして、免許制が実際に行われたのは43年の4月

1日でありますけれども、実質は40年5月の法律改正からもう証券会社の体質改善というものは、どんどん進んでまいったわけであります。そういう体質の立ち直り、いわば一人歩きできる証券会社、そういうような感じになってまいりまして、国内的にも国際的にも非常に活躍し始めた。そういうときをつかまえまして、資本市場の位置づけと申しますか、国民経済の中で資本市場をどう位置づけていくかということをはっきりさせる、これが証券行政の一つの大きなねらいであったわけであります。後に申し上げます公社債市場につきまして審議会をその間開催した。そして、いままで余り論議されなかったことまでも論議してもらったというようなことは、そういう時代であったからであります。特に、株式市場につきましては、時価発行が非常に活発になってまいりまして、証券会社のいわゆるアンダーライター機能が株式市場の面で、戦後初めて本格的に発揮されるというような時期であったと思います。

(2) 国際化の促進

証券行政の重点の2番目は、国際化の促進であります。外国証券の引き受け、先ほど申し上げましたような証券会社の体力、体質が強化されてまいりまして、本当の意味でのアンダーライター機能がここに芽が出てまいりまして、外国証券もどんどん引き受けをするというような時期になってまいりました。そして、いままで余りやらなかった外国との接触ということが非常に進んでまいりまして、一部に4社を中心とする国際化への過当競争という新しい事態が、この間に起きてきております。そうして、その結果出てまいりましたことが、銀行と証券のなわ張りの問題であります。ようやく証券界の地位が認められると同時に、これを裏づける制度、行政が進展していくわけですが、そういうときに、やはり銀行としては、これを黙って見ていられないということから、65条論がここに出てまいりまして、いわゆる窓口販売論として、銀行も証券市場へ乗り出すべきだというような論議、これは前々からあるわけですが、この時期にかなり活発化してくるというようなことであったわけです。

もともと、戦後の証券会社の機能を振り返ってみますと、株については流通市場はありましたが、発行市場はなかったわけであります。と申しますのは、ほとんどが株主額面割当制度でありましたので、発行市場に関して証券会社がアンダーライター機能を発揮する余地というものはなかったわけであります。一方、債券につきましては逆でございまして、発行市場だけがあって流通市場がなかったわけであります。しか

もその発行市場というのは、証券会社が主導権を握れない、いわゆる 8 行会というようなものを中心に債券の発行市場があった、発行市場というよりは、金融機関に集まった資金をいかに配分するか配分機能の市場であったわけであります。これが今日の国債発行の大問題にずっとつながっている、そういった変則的な発行市場があって、本当の流通市場がない。いまだにその現状は大きく言えば変わっていないんじゃないかと、私はそういうふうに考えるわけであります。

そういうことから、証券の力は非常に片寄っておったわけでありますけれども、この時期に先ほど申し上げましたような時価発行の盛行から株式につきまして、アンダーライター機能を持ってくる。それから債券につきまして、8 行会でない民間ベースの力で、少なくとも事業債については証券ベースの力で発行条件等を検討していく、あるいは決めていくと、こういう体制が進んでまいります。そういうことから、債券の市場、特に、発行市場についても証券業界が乗り出してくる、それから流通市場では既発債の売買が相当活発化してまいります。そのことから公社債市場、公社債の流通市場が、市場らしい市場となって、この時期にかなり、盛んになってまいります。そういうことから証券会社の地位が非常に高まってくる、それに対して銀行が 65 条論を活発化すると、こういう時期であったと思います。

(3) 証券会社の営業活動の規制

もう 1 つの点は、この時期に、先ほど申し上げましたように、株式市場が大変活発化いたします。その理由は先ほど申し上げたとおりであります。一方、公社債の既発債の売買高も非常に増大してまいります。こういうときに証券業界の営業のやり方が相当激しくなっております、これに対する世間の批判が非常に強まっております。これをいかにコントロールするかというのが行政の大変苦心したところであります。戦後の証券行政で一貫して非常に辛いことは、株式の騰貴が過当化いたしましたときに、それに対する世論と申しますか、相当強い批判があるわけですが、それをどうやっておさめていくのか、なだめていくのかという点にあるわけであります。理論的に申しますと、騰貴が活発化したからといって行政が一々口を出す必要はないんじゃないかということが言えるわけでありますけれども、やはり世の中は一定線を越えた激しい騰貴、しかもその裏には必ず証券会社の活発な営業態度が裏づいておるわけであります。そういうことに対して非常に強い批判が出てきた場合に、行政が

それをほうっておいていいのかという問題があるわけでありまして、この時期につきましても、後ほど詳しく申し上げますが、そういう点があったわけであります。

そうして、一方、そういう激動期でありましたけれども、後に時価発行に対する自主ルールというようなものが次第にできてまいります。そういうことの萌芽になったということ、あるいは先ほど申しました国際化に伴って、外国の証券の引き受けについていろいろの制度、ルールというようなものがこの間にできてまいります。あるいは公社債市場への基本的な対処方針というようなものも、戦後何回も論議されておりましたが、この間にその基本が確立されたのではないかというふうに考えられます。以上がこの間の証券行政の重点であります。

3. 株式市場の問題

(1) 株式市況の動向

それでは、続きまして株式市場の問題に移りたいと思います。46年の8月に例のニクソン・ショックがありまして、このときに、ダウが下げ幅で史上最高といわれます210円50銭の下げがあったわけでありますが、このときから12月の例のスミソニアンの会議まで、ずっと株式市場が不振で下げてまいりまして、そして12月に底をつきまして、これがダウで2,230ぐらいだったと思いますが、そのときから47年1年間棒上げに上がりまして、48年の1月のダウ5,359というところまで一本調子で価格が上昇すると、出来高も非常に増大すると、こういう市況になったわけであります。

なお、ダウというのは、46年の7月1日に、東証、時の森永理事長であります、ダウを、東証ダウ平均というのは発表をやめようということになりまして、今日までずっとそれは続いておるわけであります。御承知のとおり、ダウ平均で判定することによっていろいろ弊害が多いわけでありまして、これを東証ではやめようじゃないかということでこのときから廃止になり、いわゆる東証株価平均というものを使っておるわけでありますが、その後ダウは、日経新聞が独占するところとなりまして、今日も日経ダウとしてやはりダウというものが存在しておるわけであります。

(2) 増資の状況

この株高に対して、増資がどんな状況だったかということでありますけれども、全法人の増資の総額、これは上場株式とは違いますが、全法人の増資の総額が、端数は

申し上げませんが、45年度が1兆2千億円、46年度が1兆円、47年度が1兆8千億円と、ここで急激にふえます。48年度は1兆4千億円にまた減るんですけども、この47年度が1兆8千億円というふうに急激にふえております。同時に、時価発行をやりました増資会社の数でございますけれども、これが45年度に198社、46年度に142社であったのが、47年度に321社に一挙にふえます。48年度は233社であります。

(3) 時価発行の盛行と4社の過当競争

この時価発行は、もともと非常に株式市場に悪い影響があるんじゃないかと、したがって、時価発行の採用には慎重を要するぞというのが証券業界の考え方でありまして、これは43、44年頃の話です。時価発行は当分あんまり盛んにやるのはよそやというような雰囲気だったわけです。

大谷 保険業界なんかが非常に反対しておりましたですね。

坂野 そういう時期があったんですが、45年にたしかヤマハ、日本楽器が、時価発行第1号というのをやりまして、そこから非常に活発化した。そしていままでの論議は、そういう時価で払い込めというようなことになれば、当然、株価は下がるであろう。株価が下がって、そして市況は悪くなる。したがって反対だと言っておったんですが、45年以来、ぽつぽつ始まりますと、逆に株価は下がらないわけです。下がらないならまだいいんですが、時価発行をやるぞということになりますと、逆にその銘柄の株価が上がっていく、上がっていくのか上げていくのかという非常に論議があるわけですけども、そういう情勢になりまして、それでは、これはどんどんやるべきだということで、そこにもまた、4社の猛烈な競争が始まっていくわけでありまして、幹事競争ですね、幹事会社として時価発行を何社先にやるかというような競争が進んでいくわけでありまして。これはいまだにその弊害が残っておると思いますが、時価発行をやりましたときに、証券会社に入ります手数料は、幾らの株であったかによって手数料が違ふと、つまり株価が高い方が手数料がよけい入るという仕組みになっておったわけでありまして、今日もそれがつづいているのではないかと。

大谷 そうだと思います。

坂野 今日もそうだと思いますが、この仕組みが非常にまずいので、発行会社としても株価が高ければプレミアムが増す上に、1株幾らというような手数料ですと必ずしも株価を押し上げる必要はないんですけど、株が高い方がよけい手数料が入るという

ことになれば、1円でも2円でも高く持っていこうというのが商売としては、当然起きてくるわけでありまして、そこに1つの大きな問題があったと思います。

なお、その時価発行の株を引き受けるのはだれが引き受けるかと申しますと、これは公募と言っておりますが、決して一般大衆が引き受けるのではなくて、主として、金融機関がこれを引き受けたわけでありまして、そして、金融機関にそれだけのものを引き受けてもらうために、証券会社の営業としまして法人活動、特に、金融機関関係の法人活動というものが非常に活発化してくる、そして銀行にリストを持ってきて、今月の時価発行はこれとこれとこれですと、どこそこ銀行はこれだけもう御予約になりました、おたくはこれだけの割り当てをしたいと思いますが、それを受けてもらえますか、受けなければよそへ回しますからと、こういう営業をやったわけなんです。これは後に批判が大きくなりましたし、また、一部の銀行で非常にこれを憤慨されまして、そういう営業をやらして、そして時価発行を盛んに行うというようなことを証券行政として許しておいていいのかという強い批判があったわけでありまして、今日に至るまで時価発行が何とかやってこられたというのは、一にかかって金融機関消化のおかげといたしますか、金融機関消化のせいでありまして、金融機関は何も国債だけでやってきたのではなくて、こういう株の面でもかなり活発な引き受け活動をやってきたわけです。金融機関がなぜそういうふう積極的に高い株を引き受けたかといいますと、それはやはり収益目的以外の目的がかなり強かったというふうに判断されます。同時に、同じ銘柄の、株式を昔安く持っております場合は、時価発行で引き受けましてもかなり簿価は低いところにおさまるわけですから、なお評価損益の面から言いますと、銀行としては採算上さほど不利な引き受けでないということが、これを促進した1つの根拠になったものと思われまして、

(4) 自主ルールの制定

そういう状況のもとで、行き過ぎに対してかなりいろいろ批判が出てまいりましたし、私どももそれに対して何回かいろんな角度から、余りそれが過熱化しないようにということでやってきたわけでありまして、業界としましては、47年の11月に時価発行大量公募付増資に対して、いわゆる自主ルールというもの、これは後に何遍も改訂されまして、今日もなお、相当強化されたルールがございますけれども、このときは本当にまだはしりでありまして、大した効果もなかったわけでありまして、時

価発行のインターバルと申しますか、間隔について、一回やったところはすぐ続けて翌年やっちゃいかぬとか、そういった程度の非常になまぬるいルールであります、とにかく自主ルールの一等最初は47年の11月に発足したということであります。そして、その11月の18日に、余り出来高がふえまして、全国の証券取引所が立ち会いを臨時停止するというような事件も起きております。それから、11月の29日には、佐々木日銀総裁が、金融機関による時価発行の買い取りを自粛するようにという要望を出しておられます。ですから、かなりこれは異例のことでありまして、当時、相当日銀としてもこういったことに頭を痛めておられたのだと思います。

(5) 株式市場対策

47年の12月に、株式鎮静化の総合対策というものが出されまして、これは証券局から業界に対して出した指導方針であります、それは、第1が、親引けを50%以下にせよ、これは今日見ると大変なまぬるい話なんです、当時は5割以上親引けがあったようです。親引けというのは、御承知のとおり発行の際に、一般に公募いたしませんで、特定のものに割り当ててしまうやり方でございます。これを5割以下にせいと言っているんですから大変なまぬるいんですけれども、とにかくそういうこと。それから、発行価格は直近の時価マイナス1割以内におさめろと、ですから1割以上ディスカウントして発行することを禁止した。それから、投資信託の募集枠をふやさない。投資信託の募集について、これは今日もなお、そういう枠ではありませんが、そういう行政指導が続いていると思いますけれども、ほうっておきますと4社がそれぞれ非常に大きな額の募集をするもんですから、募集について毎月、あるいは新しいファンドができるようなときに、ある程度の枠の指導というのをしておったわけでありまして、けれども、それをふやしますと、時価発行の株をどんどんそこで引き受けてしまうもんですから、そいつをふやさないというルール。それから4番目に、自己融資残高を11月の末の水準に凍結すると、この信用取引の融資につきましては、御承知のとおり日証金から借りてくる方法と、証券会社の手金で貸し付ける方法とあるわけでありまして、けれども、証券会社がだんだん資金力が出てまいりますと、この自己融資が相当ふえてまいったわけでありまして。そこで、この残高を一定水準に凍結するということをやったわけでありまして。そのことによって信用取引の活発化を防ぐ。それから5番目に、証券会社の手持ちの商品有価証券の保有枠の拡大をさせない。商品有価証券は

自己資本の何割というようなことで枠があったわけではありますが、これをときどき拡大してまいったわけでありませうけれども、それをストップするというようなことだったわけでありませう。

12月の末に、先ほど申し上げました愛知大蔵大臣が見えまして、このとき、私どもに対して大変意義のあるお話があったわけでありませう。私どもとしましては、不正な取引をさせない、あるいは過剰な営業活動を抑制するというようなことについては、かなり努力してまいったわけでありませうけれども、株価そのものが高いうことは、そういう過剰流動性の時代でもありますし、しょうがないんじゃないかと思っておりました。ただその高い結果、その陰に隠れていろんな不正なことが行われぬように、あるいは株価操作的なことが行われぬようにということについては、十分証券法に照らし注意していかなければいけないけれども、株価そのものが高いうことはしょうがないんじゃないかという気持ちを持っておったわけでありませうけれども、これに対して愛知大蔵大臣は真っ向から反対されたわけでありませう。その理由は、いま土地が猛烈に高い。株が猛烈に高い。これは国民に非常に悪い影響を与えておる。堂々と働くまじめな国民は、そういうものを見てばからしくなる。ばからしくなる気持ちを庶民に起こさせるような、そういう政治というのはだめなんだ。したがって、株価を徹底的に押さえ込め、何が何でも株を高くしちゃいかぬというのが愛知大蔵大臣のお言葉であったわけでありませう。最初、相当抵抗を感じたわけでありませうが、よくよく考えてみますと、やはりそうだなということになって、そこからまた続いて申し上げますようにいろんな手段をとったわけでありませう。

私が長い間証券行政に携わらせていただいた中で、時の大臣からじかにお言葉があったというのはこの愛知大蔵大臣が1つでありませうが、もう1つは、これは30年代の話でありませうけれども、池田総理が、これは私直接ではありません、証券界の首脳部、時の証券業協会の連合会長にお話があったことなんですけれども、それはまた証券界というものを見る――いまでもそうだと思いますが、非常に池田総理のごりっぱなお話だったと思います。それは、利子と配当の課税が不公平である。利子は損金であるけれども配当は益金である。それから個人所得にとっても利子と配当というのは非常に問題があるというようなことで、税制の改正について、これはまあかねがね証券業界としてはそういう論議を持っており、今日もそういう論議があると思ひますけれども総理に直訴したことがあったわけでありませう。池田総理は御承知のとおり大変証券

界に御理解が深く、総理ならば多分御理解いただけるだろうという気持ちで陳情があったのだと思います。ところが、そのとき総理が何と言われたかと申しますと、庶民が安心して金を預けられる、そういう証券界になったならば、利子と配当の課税についても基本的に考え直そうと、しかし、いま庶民は安心して金を預けられる証券界とは思ってないぞ、そういう証券界であるならばいまの税制を基本的に見直すということとはできないと、こういうお言葉があったそうではありますが、これも大変感銘の深いお言葉だと思います。これはちょっと余談になりました。

そこで、48年の1月に4社の首脳部を呼び出しまして、営業活動の自粛、そして株式投資を活発化するようないろんな営業活動を控えろという話を何回もいたしたわけですが、なかなかうまくいきませんので、これも大変異例なことではありますが、4社の社長を時の吉国次官が御自分で呼び出されて、そしてじかに自粛を要望するというようなことがあったのであります。これは、その後はどうか分かりませんが、証券行政上は戦後初めてのことであったと思います。

すなわち、大証券の法人活動の自粛、それから信用取引を過度に行うことの自粛、自己売買の自粛、それからインサイダー・トレードの自粛、これはアンダーライターでいつどの株を時価発行するぞということを知っとるわけですね、そのアンダーライターが同時にブローカーをやっておるわけですから、当然その知識をブローカー業務に応用するわけでありまして、これはアメリカの法律でいう完全な内部者情報の悪用の例であります。したがって、アメリカであればこれは当然告発されるわけでありましてけれども、わが国の法制はそういうことになっておりませんので、これは告発というわけにまいりませんけれども、これが非常に大きな弊害を流しておりましたので、それを自粛するよにということであります。

それから5番目に、中低位株、無配株を積極的に勧めることを自粛する。これはひどいものでございまして、当時、余り株が高くなってきて、もう優良株その他大型株から全部上がってしまって、あとは上げるような株がなくなってきたもんですから、比較的値段の安い株とか、あるいは無配株、要するにあんまり業績がよくなくて高値になってないものを積極的に販売いたしまして、これを値段をつり上げていくということが盛んに行われたわけではありますが、これを自粛させると、そういうことを次官が直接に4社の社長に要望するというようなこともやったわけであります。

(6) ブローカー・ディーラー兼営の弊害

証券会社の機能はアンダーライター、ブローカー、ディーラーという3つの機能があるわけでありまして、日本ではブローカーがこれら3つとも兼ねておって大変弊害があると言われておりますが、先ほどアンダーライターとブローカーの関係を申し上げましたが、ブローカーとディーラーの関係も大変むずかしいことでありまして、客の注文を、売り買いを取り次ぐという機能と、市場で価格の平準化を行うという機能を同一人がやっておるというところにも弊害があるわけでありまして、御承知のとおりイギリスではジョッパー、アメリカではスペシャリストというような別の機能が市場の平準化をやっておるわけでありまして、日本のように、日本にも債取会員というのがありますが、これは全く別のものでありまして、平準化機能はないわけでありまして、これは事務屋で、ただ、だれが売ったものをだれが買ったとか、値段が幾らになったということを記録していく、さばいていくというだけの機能で、自分で売り買いする機能は持っておりません。ところがスペシャリスト、とかジョッパーってのは一たんそこで仕切りをやっていく。ただし非常に大きな売り物、買い物があります場合にはそれは必ずしもうまくいかないわけでありまして、そういうふうにはアメリカの市場もイギリスの市場もそういうふうなことをやっておる。ところが、わが国の場合はブローカーとディーラーが込みになっておるところから、自分で価格を、自分のブローカーとしての営業に都合がいいような価格形成を市場で行うことができるというところに大変大きな弊害もあるわけでありまして。

(7) 4社寡占論の台頭

なお、この間に、20年代から存在する4社寡占論というのがますます激化してまいります。4社と中小証券、これは昔から問題があつて、4社は総合証券である、中小証券は、機能的には一部しか持っていないけれども、しかしそれぞれ特色を生かしてやっていけば十分生きられるというようなことが一貫した証券行政の基本姿勢で、今日でも恐らくそうだと思いますが、しかし、この間に4社が企業格差的に、非常に激しくシェア・アップしていくわけでありまして、これは4社それぞれの過当競争が結局、4社全体の地位を引き上げていくというような結果になったんだと思います。そういう時期になってまいりまして、こういうことではぐあいが悪いということから前々から論議があつて、証券業協会というものを一本化して、証券業界全体の力をそ

こで出していかなけりゃいかぬというようなことがあったわけでありまして、話は前後いたしますが、その作業が進みまして、48年の7月1日に今日の日本証券業協会というものが発足いたしましたわけでありまして。

(8) 中山製鋼事件

ちょっと話がさかのぼりますが、株式市場がいかにひどいものかということの事例といたしまして、大阪証券取引所の中山製鋼事件というのがございます。これは46年の11月11日に、野村証券の前副社長の澤村正鹿さんという方が大阪の理事長に就任されました、4社の首脳部がじかに大坂の理事長になったというところに歴史的に1つの刮目すべきことがあったわけでありまして、その11月に理事長になられて、そして46年の暮れから事件が起きてまいりまして、47年の3月までこの中山製鋼事件というのが続くわけでありまして。これは信用取引の非常に大きな闘いでありまして、買った方の後ろには笹川良一さんがついている、売った方は名古屋の近藤紡績というところの近藤さんという、この方はもう亡くなりましたけど、この中山製鋼の信用取引で買い方がどんどんどんどん買いまして、片っ方が売っていくんですが、資金的に近藤氏の方が負けてもう始末がつかないということになって、大阪の証券取引所の理事長がみずから笹川良一氏を尋ねて、信用取引の手じまい、決済を要請して、3月に大半それが決済が済む——済むというか、済ましてもらうというようなことであつたわけでした。その結果、近藤さんの方は非常に大きな損をいたしまして、それがもとかどうか存じませんが、近藤さんは間もなく亡くなるわけでありまして。今日、宮地鉄工所というような大事件が起きておりますけれども、これは何も今日に始まったことではない、46年にもこんな大きな事件があつたわけでありまして、株式市場というもの、信用取引制度というようなものが大変大きな問題を含んでいると、それは今後ともそういう問題が起き得るというようなことの1つの歴史として銘記すべきことだと思います。

(9) 協同飼料事件

48年2月の23日でありますが、時価発行増資に関し、証取法125条違反の疑いで東京地検が発行会社並びに証券会社の関係者を逮捕するというような事件が起きております。これは、発行会社の名前は協同飼料という会社であります。これは4社じゃな

くて3社でしたか。

大谷 3社ですね。

坂野 3社の支店長ですか。

大谷 はい、そうです。

坂野 証券会社の方は3社、というのは大和がないのかな。

大谷 大和がないと思いましたね。

坂野 野村、山一、日興3社の横浜支店長等が逮捕された。それから発行会社の関係役員とか総務部長だったですか。これは証券行政上は非常に大変なことでございまして、もともと証取法125条というのは相場操縦の禁止の規定でございしますが、こういうものが、アメリカではもうしょっちゅうこれが使われておるわけですが、わが国の場合これが直接刑事事件になるというのはもちろん戦後初めてであります。この訴訟は恐らく今日なお終わっていないのではないかと思います、が、行政としましては、検察庁に協力していろいろその間の資料その他の協力をしたと同時に、一応告発が終わったので3月31日に3社の横浜支店の営業停止ということをやっております。証券会社の行政処分というのは免許制以前には大変たくさんあったわけでありまして、営業停止、あるいは著しく財産内容等の悪化したものについては登録の取り消しというような行政処分があったわけでありまして、免許制以後は行政処分というのは全然なかったわけでありまして、非常に画期的な事件となったわけでありまして、特に証券行政上4社についての行政処分というのは非常に少なかったわけでありまして、そういうことでこの時期にこういうことがあったというのは非常に画期的なことであったわけでありまして、今日、京都の某証券の行政処分が行われたということを新聞で見ましたけれども、恐らくこれ以来初めてのことでないかというふうに考えられます。

で、証取法125条というのは非常にむずかしい法文でありまして、アメリカの法律の直訳であります。したがって、構成要件が非常にむずかしい、どういう場合が相場操縦になるのかということについて構成要件が非常にむずかしいわけでありまして、いままでもいろいろ論議がありましたし、あるいは検察当局でもいろいろ検討されたんだと思いますけれども、これがなかなか発動されなかったというのはその法律の構成要件が非常にむずかしいところがあったんだろうと思います。しかし、この時期にあえてこういう発動があったということは、当時の株式市場の激動といえますか、

言葉は悪いかもしれませんが大混乱、こういう大混乱が国民に与える影響が非常に大きいというふうに検察当局が判断したのではないかというふうに考えられます。

(10) 粉飾決算事件

事件の話になってまいりましたので、ついでに粉飾決算事件について申し上げます。この粉飾決算事件は、初めて事件になりましたのが40年の6月の山陽特殊製鋼でありまして、これは証券取引法違反で告発が行われたものであります。40年の証取法改正は主として免許制の法律改正でありまして、証券業者に関する部分が大部分であったわけでありまして、このディスクロージャーに関する改正はそのときはなくて、これが後に46年の証取法改正でディスクロージャー、それから引き受け責任、同時にこのとき公開買い付けとか、後に申し上げますが、そういうことも改正になったわけでありまして、山特鋼以来、証券行政の一つの大きな動きとして、粉飾決算を何とか防止していくということが非常に大きな問題になってまいりまして、証券局の企業財務課というところが中心になりまして、一つは発行会社の経理指導ということについて、できるだけそういうことが起きないように行政をやっていく、もう一つは、公認会計士の地位の向上を図る、質の強化を図ると、こういうことであったわけでありまして。一方、公認会計士について、粉飾事件等に参画して、故意あるいは悪質のものについては積極的にこれを処罰するということで、公認会計士審査会というのが公認会計士法に基づく審査会としてあるわけでありまして、ここでもかなりの数の事件を処理して多くの処分を行っていったわけでありまして。

こういう事態でありましたが、たまたま48年の1月に三共製薬の逆粉飾事件というのが起きまして、逆粉飾というのは言葉は悪いんですが、要するに過大利益を隠すということでありまして、それまで大蔵省としては過大利益をもう少しはっきり明示すべきだというようなことについて行政指導したことはありますけれども、逆粉飾について、これも検察庁であります、こういう事件が取り上げられたというのは恐らくこれが初めてだろうと思います。これはしかし裁判にはならず、何というのか、略式手続による科料のようなことでこれは終わったと思います。それから一番大きなのは三光汽船事件でありまして、これは48年の2、3月に国会でかなり激しい論議があったわけでありまして、つまり三光汽船並びにその関係会社が決算を粉飾しているのではないか、あるいは税金を免れているのではないかということで、非常にやかましい

論議がありまして、国税庁並び証券局がその矢面に立っているいろいろな調査、検査等をいたしたわけではありますが、明確なものは出てこなかったということでもあります。

ちょうどこの時期にそういう株価操作、あるいは粉飾事件というようなものがたくさん取り上げられましたものですから、関係法案がないにもかかわらず国会で珍しく証券関係に関する論議といいますか、質問がたくさん出まして、これは恐らく戦後、証取法施行のとき、あるいは証券恐慌のときも相当大変だったんですが、あのとき以来非常に国会で活発な論議が行われたということでもあります。

(II) 証券取引所のあり方——自主規制機能の確立

その中でいろいろ問題があります、証券会社のあり方とか、あるいはディーラーとアンダーライターとブローカーと一緒にやっちゃいかぬとか、いろいろありましたが、特に、歴史的に有意義になってまいりましたのは、証券取引所のあり方についてかなり厳しい論議が行われたということでもあります。わが国の証券取引所は、御承知のとおり会員組織をとっております。この会員組織の取引所で、自主ルールをいろいろつくっておるわけではありますが、この会員組織の取引所が会員の規制をするについて、どの程度本当の規制ができるのかどうかというのは、かねがね大変問題になっておったわけではありますが、この際に、この問題が非常にはっきり表に出てきたわけでもあります。その前から証券取引所の売買については、証券局の要請等もあって、売買監視というようなことについて、次第次第に鋭くやっていくような、そういうことをやっておったんですけれども、この時期に協同飼料と同じような問題があると思われる会社を証券取引所はすでに見つけてるか見つけていないかという質問、これは見つけておりますと、じゃ何件あるんだ、これは57件ありますと、そんなにたくさんあるんじやこれは大変じゃないか、その57件を早く処分しないでもいいのかというようなことがありまして、あるいはディスクロージャー制度につきましても三光汽船というのは氷山の一角で、まだまだたくさん粉飾をやっている会社があるんじゃないかとか、そういうものについて上場証券としてほうっておいていいのかということから、上場基準とか上場の廃止基準とかいうようなものについて、全面的に見直しをしないでもいいのかというような論議がここに生まれてまいりまして、後に取引所の体制整備というのは、ここからさらに一段と強化されていくというようなきっかけになったわけでもあります。

アメリカの制度をそっくりそのまま持ってきた日本の証取法でありますけれども、証券取引所の条文に関しては、若干日本独特の証券取引法の条文も取り入れられておりまして、その間が必ずしもきちっとできていない証取法でありまして、今日の条文が全部そのまま残っておるわけであります。アメリカにおいて会員組織とか、あるいは自主ルールということが非常に尊重されます。

特に、証券業協会の自主ルールというようなものが非常に強くうたわれており、かつ、その効果が実際にあると言われる。これは一体どういうところからそうになっているのかというのが、私どもがかねがね大変疑問に思っていたところでありますけれども、39年に私どもがアメリカに調査にまいりましたときに、それがすべて明らかになったことは、やはり国民性と申しますか、遵法精神と申しますか、アメリカでは同業者が、隣の業者が違反をやっておれば、即座に密告通知する。ああいうことをやっていてけしからぬということであります。したがって、相互査察制度と申しますか、そういうことが非常に活発な国柄であるようであります。したがって自主ルールというものが非常によく守られる、違反もどんどん摘発される。ところが、わが国においては、御承知のとおり武士は相見互いと申しますか、まあ違反があっても黙っている、あるいはあんうまいことをやっているんならおれもやろうかと、こういう国民性の違いがあるわけであります。したがって、違反というものがなかなか表にあらわれてこない。そういうところに自主ルールがうまくいくかいかないかの基本があるわけでありまして、わが国の場合もそういう国柄が違ところに、アメリカの制度をそのまま乗っけているというところに大変問題があるわけでありますけれども、まあいろんな過程を経まして証券取引所、あるいは証券業協会というようなものも次第に本来の自治能力というものを強化しつつあるというふうに考えられます。

(12) 株式市場改善策

そこで、48年の4月に国会論争その他全部整理いたしまして、株式市場の改善策というものを証取審議会に諮りまして、これを関係方面に、これからこういうことで徹底していけよということをやったわけであります。その一つは公正な株価形成の確保であります。これは自己売買、いままで、いろんなことがそこにございますが、一つだけ申し上げますと、いままで自分で売ったり買ったりして新しい値段をつくっていくことを取引所で平気でやっておったんですが、そういうことをやっちゃいかぬとい

うようなことがここに入っております。それから2番目が、証券取引所の審査機能の強化であります。売買に関する審査、あるいは上場に関する審査、そういったものの強化と、それから3番目が、時価発行増資定着のためのいろんな施策であります。これが今日の自主調整ルールになったわけでありまして、このとき非常におもしろいのは、第三者割り当てを規制したらどうかとか、これは例の三光汽船で大変大きな第三者割り当てが行われたわけでありまして、そういうことからこういうものを規制したらどうかとか、あるいは時価発行増資で得た手取り金を何に使うのか、これをディスクローズしたらどうだというようなことも入っております。これはどうもあんまり必要もないのにどんどん時価発行で金もうけている会社がある、けしからぬじゃないかというような論議があったわけでありまして、で、このときに、後で自主ルールにも入ってくるわけですが、時価発行でもうけたお金は何年間かのうちに株主に返さなきゃいかぬということになっていくんですが、これがもうわが国の時価発行の一大失敗でございまして、今日に至るもそういうことですが、時価発行というのは、得たプレミアムを何年間に株主に返すというもんではなくて、そういう特別のプレミアムがそこに生じます、資本準備金が一挙にふえます、そのふえた資金を使ってうんと利益を上げて、そうして株主に配当の形でどんどん還元していくというのが本当のねらいでございまして、株主から払い込んでもらったお金をそのまんま、（無償の形で）、何年かで返していくっていうんじゃ時価発行をやる意味は本当はない、この辺に基本的な問題が、今日に至るもなお存在しておると思います。商法改正案の中に今度新しくそういう問題も取り入れられておるようでありますけれども、非常に大きな問題だと思います。

それから4番目に証券会社の内部体制の整備と、ここにアンダーライターとブローカーとの区分の明確化というようなことが出てまいります。これは相当やかましく論議されたのですが、その後間もなくこの話は消えてしまったと見えまして、今日ほとんどこういう論議は残っておらないようであります。それから、そもそもそういう法人活動ばかりやっているからけしからぬので、もっと個人投資家を育成しなきゃいかぬのじゃないかというようなこともこの時期に話が出て、後に、私どもが退官いたしました後に、この問題は証取審議会で論議されたようであります。

それから5番目に、検査機能の強化、これは当然のことであります。それから6番目に、証取法の普及徹底と、特に証券会社の幹部の人が証券取引法というのは何であ

るかというのは、実は極端な話をするとあんまり読んだこともない、したがって、そういうことは法律違反になるんだというようなことを初めて知ったというようなことがたくさんあったもんですから、非常にびっくりしまして、そういうこともやっていこうというようなことをやったわけであります。以上が株式市場の状況であります。

4. 公社債市場の問題

(1) 事業債発行条件決定の変革

それでは、次に公社債市場であります。この間の状況を申し上げますと、46年の6月29日に公社債の引受協会、これは証券界の協会であります、ここで事業債発行条件の弾力化を経団連に書面で要請するというようなことが起きております。これは恐らく戦後初めてだと思います、書面をもって経団連に要請をした。そして合意がついて、6月30日、経団連は引受協会を承認する、これは先ほど申し上げましたとおり非常に画期的なことでありまして、いままで8行会という、興銀を中心とした8つの銀行が集まって事業債の発行について主導権を持っておったのに対して、経団連という純民間ベースの場がここに入ってきたということであります。そういうことから、8月にはそれを受けて国債や地方債、政保債なども条件の改定がある。このときはもっとも引き下げであります、こういうようなことが起きております。11月に証取審が開かれまして、「内外の経済、金融情勢の変化に伴う公社債市場のあり方について」という諮問が行われました。これが48年の2月ごろまでこの審議会が続くわけであり、2月でしたかな、あれ、終わりは。

水野 実際は2月ごろまでで、あと取りまとめがたしか4月ぐらいまでかかったと思います。

坂野 それから、47年の2月になりますと経団連の資本対策委員会というところで、事業債の発行条件につきまして、応募者利回りの上下0.5%の範囲で利率とか発行価格を適時変更できるというようにしたらどうかという提案がありまして、公社債引受協会もそれはよかろうということでそういうことにした。これがこういった方面のことについて銀行、日銀、大蔵省の圧力から証券界が独自の主導権を少し握ろうとした第2段とも言えるべきことだったと思います。それで、それに基づいて3月に事業債の発行条件改定などが行われております。

(2) 公社債市場の動向

47年5月に外国の証券会社によりますところの国内の私募債というものが認可されておって、これも戦後初めてのことであります。5月1日に、後ほど申し上げますが証券局に資本市場課ができております。それから、5月の8日に神戸のマルク債、これの外貨建ての国内募集というのが行われております。6月に10年物の事業債、これも戦後初めてこのときに10年物の事業債というのができます。それから7月に、第1回のオーストラリアの国債、これが円建て外国国債ですか、これが発行されます。それから9月に電電公社の第1回の公募特別債、電電公社は御承知のとおり電話債券でずっとやってきたわけですが、ここで初めて公募特別債、200億ですが、発行になりまして、これが後に電電公社の資金操りを非常に助けたというようなことになるわけでありまして。これは10年物が期限がきてもう出せないぞとか何とかって、そういう……

大谷 結局、加入者電話債券というのは戦後2回ぐらい延長しているかと思いますが、もうこれ以上延長できないよということで、最後の延長をされた後でございますから、そうすると次々と加入者に対して債券発行できなくなると、そのときになってあわててもいけないから、政府保証債以外に市場の状況によって公募して資金調達する道を開きたいということで始まったと思います。それで次第にその量がふえていってると思います。

坂野 それから9月に転換社債に関する証券界の自主調整ルールという、株式の時価発行も大変盛んだったんですけど、同時に転換社債の発行もかなりこの間盛んだったわけですね。そこで自主調整ルールというものができる。それから12月に、三菱商事ですけども、無担保の転換社債、これはわが国で初めてかな。

大谷 はい。

坂野 無担保の転換社債が発行される、これは証券界、金融界、大変な論争でございまして、そういうものを出していいのかどうかというようなことだったんですけども、結局割り切られて12月の11日に発行されるということになりました。

大谷 そして証券界は完全無担保を主張しましたがけれども、金融界の反対があつて結局形式無担保だけでも、要求があつた場合には担保を差し入れるといったようなことで折り合つたと思います。

坂野 それから48年の2月に世銀の私募債、これは私募債、初めてなんですかね。それ

は何回かやったのかな世銀の私募債が発行されます。

(3) 証券取引審議会の審議

以上のような状況ですけれども、ここで証取審が先ほど申し上げましたように開かれます。その証取審において公社債市場の問題を取り上げた。なぜこの際、こういう時期に取り上げたかということについて申し上げますと、1つは、先ほど来申し上げました証券会社の力、時価発行も盛んになる、それから転換社債も盛んになる、それから事業債の発行のやり方も変わってくる、それから流通市場も非常に大きくなるというようなことであります。それから2つは、非常に大幅な金融緩和がありまして、金利がどんどん下がっていくわけでありまして、いままでの固定的な金利観念というものから解放されていくいい時期だというふうに考えたわけでありまして、御承知のとおり、戦後わが国の場合は一貫してできるだけ固定的に低金利政策をやりまして、そして産業の育成に努めるというようなことをやってきたわけでありまして、そういうことから逸脱するには非常にいいチャンスだというふうに考えられたわけでありまして。それから3番目に、銀行とか機関投資家に金融ストックと申しますか、金融資産が非常にたくさんたまってきて、そしてそういうものが有価証券、公社債の方向へ投資していこうというような、そういう力が相当強まってきておるということでもあります。

4番日には、御承知のとおり公共部門の要請が次第に大きくなってきております。今日から見ますとまだ大したことなかったんですけど、当時としては次第次第にやはり国債なり政保債というものがふえていくという感じがあったわけでありまして。それから5番目に、先ほど来申し上げました金融証券市場の国際化の進展がどんどん進んでいったということでもあります。それから6番目に、いままでは企業もほとんど銀行借り入れでやってきたわけでありまして、次第に証券、しかも株式、転換社債、それから事業債、こういったいろんな形で、企業がそういう有価証券を通じて、資金調達をしていこうというような考え方が出てきたということ、そういうような理由から、ここでこういう問題を——証券取引審議会は戦後公社債問題を6回議論されておまして、これが7回目になるわけなんですけど、いままで6回も論議されたにもかかわらず、全然公社債問題というのは前進しなかったのはどういうわけだということをもう1回ここで基本的に考え直そうというようなことから、これが取り入れられたわけ

であります。

そういふことで、いままでも机の上とか紙の上の論議というのはたくさんあったわけでありまして、公社債市場論というのは非常に古くて新しい問題として戦後ずっと続いてきたわけでありまして、こういう公の場を通じて関係者が共通の認識を持ったということが1つの大きな意義であったと思います。

なお、その際、いままで公の場で論議することができなかったような問題、あるいは意識的に避けられてきた問題がここで論議されております。それは何かというと、財政金融政策と公社債市場の関係であります。国債とか政保債のあり方については、公社債市場の側からはタブー視されておりました、これについて云々するということは何となく避けられてきたというのが現状であります、この審議会の場では非常に活発に論議されたわけでありまして、エピソードになりますが、時の理財局長がみずから審議会の場に臨まれまして、公共債の発行の現状と問題点について説明されるというような場面もあったわけであります。

舟山 だれでした、そのとき。

坂野 橋口理財局長であります。それから、銀行と証券の垣根論、これも公の場では論議されることは避けられておったんですけれども、この審議会では65条論は相当いろいろ論議されております。それから、証券市場における4社寡占論、これも口頭ではいろいろ言われておっても、公の場で論議されたのは恐らくこの審議会が初めてだと思います。で、特にそういうことは、本会議よりも特別委員会の席で多く論議されておりましたし、またこの間特別委員会の活動と別に専門委員会というのがありまして、その専門委員会で外国債の引き受けその他のルールについてどんどんそれがすぐ制度化されるような、そういう検討が行われてきたということは大変有意義でありました。その際非常にはっきりいたしましたことは、引き受けと受託というものがどういう関係にあるのかということについて、これは戦後ずっと論議がありましたけど、このときに初めてはっきりしたわけでありまして、非常に極端なことを申し上げますと、興銀というようなものはいままで受託と言いながら何とはなしに引き受け機能を自分で持っているんだというような意識があったんですけれども、この際はっきりとそれは、興銀は受託銀行にすぎないというようなことが明確化されて、非常に大きなショックを与えたのであります。そうしてこの結論につきましては、従来6回もやった答申が必ずしも政策に反映されなかったというようなことでありますので、いま

はもちろんのこと、今後金融が逼迫しまして公社債の引き受け条件を上げなきゃいかぬようなときでも、こういう論議を貫いてやっていくんだということを関係者で確認しようではないかというような雰囲気での結論が行われたわけであります。

以上が公社債市場であります。

舟山 それは48年ごろの空気ですか。

坂野 そうです、答申が48年の2月です。

水野 具体的に御議論をお始めになったのは2月だったと思います。

大谷 いまいろいろお話あったんですが、非常に印象的なのは、この議論の途中においても実行に移された問題がかなりあると、たとえばいま社債の引き受けのお話がありましたけども、従来4社で8割を占めていたというのが通常です。それがこの議論の過程において寡占論が出たもんですから、4社が若干遠慮して、ほかの証券会社へもシェアを譲るとというのが事実上出ております。で、8割を割ったところもかなりあったかと思います。といったように、議論を進めている間に実行が先に進んでいる問題もほかにもいろいろあったかと思います。

坂野 ああ、そうでしたな。

大谷 それともう1つ申し上げますと、国債が46年の秋から10年物が、これは、46年の補正、例のニクソン・ショック対策でいわゆる国債増発となりまして、そうすると、市場の関係から見て金利は上げなきゃいけないけれども、同じ7年で上げるよりは発行者コストの観点からいって延ばした方がいいんじゃないかということで、10年物の国債の発行を決めまして、これは47年の1月から発行されているかと思います。これを受けまして社債の方もだんだん10年物が出やすくなってきたということになったと思います。

5. 証券取引法の改正

坂野 では、その他の話題といたしまして2つ3つ、雑件でございます。1つは、先ほど申し上げました証取法の改正で、これは46年の3月に改正法が国会を通過して、7月1日から施行になったものでございます。これをつくりましたのは私ではありませんで、志場前局長（志場喜徳郎氏——現欄市況情報センター取締役社長）であります。ちょうど私が局長になりましたときにすぐ施行になった。これがディスクロージャー部分の強化、そしてアンダーライター責任もここで強化されると、それから株式の

公開買い付け、これはテーク・オーバー・ビッド、これはどうもまた聞きの話であります、外国証券業者法というのが同時に3月3日にできて、これは国際化に備えて外国の証券会社が日本に入ってくるときどういうふうにするかという、そういう法律であります。ここでかなりきついことを言っておりますので、その見返りと言っちゃおかしいんですが、外国人が日本の株を買うときに、アメリカ式、テーク・オーバーで買うことができる、そういう道を開こうというんでどうもつくられたんではないかというふうに考えられます。したがって、その公開買い付けのやり方と、それからその間に株価の安定操作をやることのできるというような規定が入っております。しかし、いずれにしても1番の主眼はディスクロージャーの強化にあったわけでありす。

6. 外国証券業者法と65条論

なお、この外国証券業者法の方は9月1日に施行になるわけですが、これはわが国が免許制ですから、外国の証券会社や新しく外国系の証券会社を日本でつくるとか、あるいは外国の証券会社の支店を日本につくるとかいうときの免許制についていろいろ詳しい規定があるわけですが、ここで非常に問題になりますのはいわゆる65条論でありまして、御承知のとおりアメリカは銀行と証券が分かれておりますので、そのことはそのまま日本にも通用できるわけですが、ヨーロッパ系の銀行はほとんどが銀行と証券を一緒にやっておりますし、またそういう制度になっておりますので、日本にその支店をつくり出すときは、これは銀行をやるのか証券をやるのかということを明確にしなければならぬというような規定になっておるわけです。ところが、日本の銀行なり証券会社がヨーロッパへ進出します際は、証券、あるいは銀行だけのものもありますが、両方やるようなものもあり、現に大変活躍しておるんで、ヨーロッパの国々からは、それは非常に不公平じゃないか、日本の銀行が出てきてアンダーライターもやっているではないか、ドイツの銀行が行ってアンダーライターやっ何が悪いんだというような論議がこのとき一部あったんですけども、その後余り大したこともなく過ぎていったというふうに記憶しております。なお、このときいち早く出てまいりましたのがメрил・リンチの東京支店でありまして、その後何社か、アメリカ系あるいはヨーロッパ系の会社が出ておるように聞いております。

7. 商法改正とディスクロージャー

これが1つと、それからこのディスクロージャーに関しまして2つのことがありました。1つは商法改正の話でありまして、これはいつだったかな、47年ですか、で、国会で法案は流れちゃって……

大谷 大分かかったです、49年ですか。

坂野 できたのはね。

大谷 はい。

坂野 それから、われわれのときにも、国会で……

大谷 大分国会へ通って、最後にといいますか、だめになったという……

坂野 流れた。もともと先ほども申し上げましたような粉飾関係の歴史から46年には証取法の改正を行うわけですが、同時に、やはり商法のディスクローズに関する部分、監査に関する部分、これを改正して商法と証取法と一体となってやっていかないと企業のそういうディスクローズは徹底しないんじゃないかというようなことから、商法改正を大蔵省から法務省に要請して、そして商法改正を行うというような歴史がございました。その案が47年の国会にかかったわけでありまして。それが49年に成立するんですけれども、その間に公認会計士と税理士の地位の問題をめぐって、国会にいろいろ論争が生じましたし、あるいはまた純粹議論として、大会社を中心とする一連の会社の本当のディスクローズ、つまり企業の社会的責任というようなことを中心としたディスクローズをもっと徹底すべきであって、商法にそういうことを盛り込むべしというような論議が起きまして、なかなかこの法案が通らず、2年以上かかってやっと通ったというような歴史があります。

なお、この商法のディスクローズを徹底すべしというような論議を、これは企業会計審議会でも最初論議され、それから証取審議会でも論議され、それから法務省へ持っていったわけですが、もともと証取法の監査というのは第三者監査であって、商法の監査というのは企業の内部での監査である、したがって企業内部監査と第三者監査というのは対立はいたしませんけれども、別の制度としてあるところに意味があるのであって、その第三者監査を商法の中へ取り入れてしまう、つまり新商法は会計監査人というのは公認会計士じゃなきゃいかぬのだというようなことが大会社については規定されておるわけですが、そういうふうに一体化されて、これは企業にとって非常に便利じゃないかと、それからディスクローズも徹底するじゃないかという考え

方だったんですけれども、そういう第三者監査と自己監査とが一緒になっちまっているのかという批判は大蔵省の一部にずっとあったわけでございまして、そういう問題は歴史的には確かに大変大きな問題だったというふうに私どもは考えております。

8. 通貨変動と企業会計

それからもう1つは、国際為替相場の変動に伴いまして企業の会計をどういうふうにするかというような論議であります。これは企業会計審議会でいろいろ論議がありまして、あるいは国会等でもいろいろ論議があったわけであります。事の初めは、昭和42年にポンドの平価切り下げがありまして、そのときに、この会計処理をどうするかという基準が、43年の5月に企業会計審議会で個別意見第一としてつくられたわけでありますけれども、先ほど申し上げましたニクソン・ショックがございまして、それから何回かいろいろ国際通貨の切りかえ措置があったわけであります。それに伴って企業会計審議会が46年9月に意見第3、46年12月に意見第4、それから47年の7月に意見第5、48年3月に意見第6というふうに続けて幾つもの意見が出てまいりまして、主として外国、海外関係の債権、債務につきましての評価をどういうふうにするのか、短期のものと長期のものとを分けるのかとか分けないんだとか、そういうようなことが論議されたわけですが、国会論争の主体は、こういうことを通じて大企業擁護を大蔵行政がやっているんじゃないかというようなことが主たる論議の内容でありました。これは、ちなみに昨年の6月に、これらを全部ひっくるめて外貨建ての取引の会計処理基準というものが証券局から統一されたのであります。

9. 証券局の機構整備

次が、局の整備でございますが、47年の5月に、いままでの企業財務一課を資本市場課というふうに直したわけであります。それから企業財務二課を企業財務課にしたわけであります。これは先ほど来申し上げましたように、資本市場の体制というのが非常に進んでまいりまして、単なる企業の財務ということではなくて、資本市場全体に目をつけてやっていくべきだというようなことから資本市場課というものをつくった。同時に、名前だけでありますけれども、証券業務課をただの業務課、証券検査課をただの検査課というふうに直したわけであります。もう1つは、48年の7月に投資信託課を廃止しまして流通市場課としたわけであります。いままで流通市場に関する

ことは総務課の一部で行っておったのでありますが、流通市場の状況が非常に大きくなりましたし、またいろいろ問題が起きてまいりましたのでこの際流通市場課を設ける、そのために投資信託課は廃止すると、投資信託に関する行政は業務課の一部で行うというふうに改定が行われたわけであります。この局の整備については、自分で言うのもなんですが、時宜を得た措置であったと思います。

もっと古いことを申し上げますと、この証券局ができます昭和39年にいろいろの新しい課ができたわけですが、そのとき1つ思い出話になりますが、柏木さん、いまの東銀の頭取の柏木さん、私が総務課長でありまして、そのとき言われたことが、証券局に国際課というのがないのは非常におかしいぞということと言われたわけあります。その当時はまだ証券恐慌、これから証券恐慌が起きようというそのまっただ中で、何しろそんな頭は全くなかったんですけれども、後に、先ほど来申し上げましたように国際化が非常に進んでまいります、そういうことに対して柏木先輩、非常にいいサジェストをしていただいたなということをして思い出すわけであります。そういうものを設けておかないと証券局というのは大変なことになるぞというお話があったわけであります。

10. 銀行と証券

それで大体おしまいです、あとちょっと感想の1つを申し述べさせていただきますと、銀行と証券論、これは今日に至るも大問題であるわけでありましてけれども、振り返ってみますと、日本の証券市場なり証券業界というものは非常に特殊な環境のもとに今日まできておる、それは忘れられてはいないんですけれども、証券業界というものがかつてに比べて余にも姿が大きくなり、市場の大きさも大きくなったものですからとかくそういうことが忘れられがちになっております。それは申し上げるまでもなく、わが国の金融構造というものが間接金融中心の、そういう金融構造、明治以来ずっとそれでやってきております。資金調達というものは全部金融機関を通じて行う、そして国民の貯蓄が金融機関を通じて進んでいく、こういう形になっておる。有価証券という形で資金調達が行われるというような歴史の国もございましてけれども、そういうようなところは、どちらかという金融機関の力が余り強なくて、むしろ企業あるいは公共体が自分でそのリスクを背負って有価証券を発行して、それで資金調達をしていく、そういう歴史の国々であったわけであります。わが国の場合は明治

以来そうでない。もちろん株式も公社債もございますけれども、それはいわゆる金融機関消化が主体であったわけでありまして。そういう中で証券市場、あるいは証券業界というものがだんだんにやっていくということは非常にむずかしいことであつたし、また一面かなり無理な面もあつたわけでありまして。にもかかわらず今日までこうやってやってきたということは、わが国の歴史とか風土とか、そういうものに合わない新しい制度を何とかここでこなしてきたというようなことになっておるかと思います。まだ非常に不十分な面もありますけれども、そういう歴史がある。その間、国民の目に映った証券と銀行といひますか、金融機関というものはどういうものだということを考えてみますと、先ほどの池田総理のお話ではございませんけれども、安心してお金を預けるところは銀行、金融機関であると、心配だけでも少しもうけたいからお金を持っていくというのが証券界である、こういうふうにいまイメージができておると思います、俗な言葉で申しますと。この銀行と証券のかきねというのはいろんな面から考えられますけど、国民の目から見ればそういうことである。そうしますと、ここで銀行が証券業務をやるというのは、そういう銀行のイメージというものはどうなるのか、銀行へ安心して金を持っていくということと、心配だけでももうけたいということが、銀行に対しても証券に対してもみんなごっちゃになるのかならないのかというところに1つ大きな問題があるんじゃないかと、非常に簡単なことでおわかりにくいと思いますけど、私はそういう1つの考え方を持っておるわけです。

以上で、大変概略でございましたが説明を終わらせていただきますが、なお、もう皆さん御承知のとおりであります、いまの審議会の資料のほかに、この「証券百年史」というものに、これは大ぜいの方が分担されてしておりますので、証券に関する歴史はかなり概略——これも実は惜しいことに数字が少ないのと、それから非常にページ数が制限されておりますので、非常に舌足らずのところが多いんですけども、概略はこれに載っておるということ、それから「戦後産業史への証言」という中に、私のもございますけれども、いろいろ証券に関する歴史、これはエコノミストの編集であります、非常に重要なことがたくさん掲げられておまして、特に金融については、もう舟山先輩もよく御存じのとおりでありますけれども、戦後の詳しい、あるいは表に出ないいろんな話が載っておるという気がいたします。なお、大変私事で恐縮であります、私が役所を退官さしていただきましてから、「私と証券市場」ということで、日経新聞に20回ほど証券行政の思い出を語りました資料もございます。

以上でございます。

11. 外国調査の印象

大谷 あれはいかがですか、47年の秋に外国を回られましたけど、あのお話などは。

坂野 そうですね……。

外国の証券制度で取り入れるべきものがあるかということについては、証券界からたくさんの人が外国へ勉強に行っておりますし、あるいは大蔵省も何回かそういう調査も行っておるわけですが、47年の秋に、私が局長時代にもう一遍ヨーロッパとアメリカを、ざっとでございますが、勉強しに行った。そのときの主たる目的は活発化しておった65条論、銀行と証券、このあり方について何か学ぶものがあるのかというので、ヨーロッパを主体に見学に行ったわけです。アメリカについてはもうすでにかなり詳しくわかっております。ヨーロッパでいろいろ聞いてみますと、非常に突っ込んだ話をいたしますと、逆に、日本はなぜそんなばかなことをやっているんだと、銀行が証券業務をやれば何のことはないじゃないかと、みんなヨーロッパは昔からそうやっている。何の不便もないし、何の弊害もない、それはアメリカは1929年に銀行がむちゃやって、有価証券をたくさん買って、それで失敗したからあんな法律ができたんで、ヨーロッパの銀行はそんなことしないからそういう歴史もないんだ。日本も早くヨーロッパ型になってやったらいいじゃないかという積極論まで、向こうの大蔵省の人だったと思いますが、聞かされるというようなことで、非常におもしろい経験をしたのですけれども、ヨーロッパの銀行、これはイギリスはちょっと違いますけれども、大陸の銀行というものはみんな一緒にやっております。

そこで結論から申し上げますと、証券業務に関しては非常に幼稚であって、わが国で学ぶべきものはないというふうに私はそのとき感じました。と申しますのは、一緒にやっておってどういうことになるかと申しますと、一般国民が預金をする、そしてその預金の額がふえてまいりますと一部公債あるいは社債というようなものを持たせる、さらにその額がふえてくると、少し危険投資として株式なり投資信託というものを持ってもらう、こういうようなことなんで、御承知のとおり向こうの銀行はたくさん支店を持っておりますので、細かく、どういう人がその町、村ではどんな人かということはわかっておりますから、そこで非常に細かい営業ができるというのが表面の

話であります、どうも本当はそんなに細かくやっていない、ある程度割りつけてさばいているのではないかというふうに考えられます。それから、法人活動に関しては、わが国と同じように、やっぱり出かけて行って営業をやっているということです。その面は、ですから発行あるいは既発証券を消化していくという面では、確かにそういうメリットはあるんですけれども、銀行の中で証券部というのは、どちらかというとやはり二流部門であって、人材的にもそうすぐれた人が行かないポストであるということのように思いました。

問題は流通市場があるかないかということで、取引所もございますし、活発な取引も行われておるんですけれども、これ、フランスとドイツとちょっと違いますが、ドイツあたりになりますといわゆる値つけ市場であって、本当の公開入札の市場ではない。要するに関係者、といってもそれはみんなほとんど銀行の人ですが、それが集まってきて、取引所の会員というのはみんな銀行の人なんですが、それが集まってきて午前1回午後1回値つけ市場をつくるというようなことが主体となって行われている、そのついた値段の、それを中心とする値段でその日は商売をするというようなことで、アメリカや日本のように時間時間でできた価格を非常にやかましく言うとか、そういうことはないわけであります。ですから、これが非常に妙な言い方ですが、国民経済的に弊害がないのは、銀行がそういうことをやっている、その銀行は自分の信用というものを重んじますから、売りさばきについて、自分に都合のいい価格で押しつける、あるいは買い戻すとかいうようなことをしないんだろーと思います。そういうことが激しい国ほど価格形成をやかましく言い、しかもできるだけ大量のものを1ヵ所に集中して価格をつくっていくということが必要なんだろーと思います。アメリカの証券界の歴史を見ますと非常に強いバイタリティーがある、アメリカのSECの役人に言わせると、いわゆる雑草のごとき強さがあるんだと、したがって、たたいもたたいても伸びるんだとそういうものをたたくのがSECであると、こういう言い方をしておるようです。ですから、そういうところでできた法律というのは、庶民をたぶらかすようなことをちょっとでも排除しようという、そういう制度であったと思います。ヨーロッパの場合はそうでなくてうまくいっているというのは、やはり銀行がやっているというところにその体質があるんじゃないか、わが国の場合も次第次第にアメリカ法を強化していかざるを得なかったというのは、やはり証券会社のバイタリティーが相当あったというところからきてるんだというふうに感じたのでございま

す。

舟山 まだこれからいろいろさらに大きな問題になっていくということですか。

坂野 そうでございますね。

12. 為替レートの改訂と株式市場

大谷 1つ申し上げたいのは、先ほど話が出ましたが、スミソニアンで16.88%の引き上げがありましたですね、あのころまでは日本の株式市場というのは、外人の動きが非常に影響があったわけでございます。国内ではとんでもないと、大幅に過ぎるという意見が強かったわけですが、われわれ心配したのは株式市場にどういう影響が出るか、外人投資家がどう出るかというのが非常に心配になったんで、あのころ早速在外の駐在の人に電報を打って調べでもらったんです、外人投資家の考え方をですね。そうしたら、出てきた返事というのは、16.88というのは低過ぎる、少なくともいま20%を上げてしかるべきだ、したがって、われわれはあの程度の引き上げでは日本の株を売るつもりはないというような返事が軒並み返ってきてまして、それで、外人の売りは市場に出ませんで株価は安定したと申しますか、非常に安心した記憶がございます。むしろ、それからだんだん上がっていったというふうになるわけですが……。ですから外からの見方は、国内では円が上げ過ぎという声が強かったわけですが、外国から見る場合には円はまだまだ上げ足りないという感じが強かったんでございます。

坂野 そうなんですね。308円で大変だとやっていたのです。

大谷 ええ、国内ではですね。

水野 大暴落という……

大谷 と同時に、夏のころは、ニクソンのあたりから、円高なぜ悪いかという議論は、証券局の中ではかなりやりましたですね。

水野 省内に行くにつぶされにあったんですね、初めのころは。デフレがどれだけ出るかということ……

13. 質疑

(1) 監査一元化の考え方

舟山 ディスクロージャーの問題に関連してですが、監査を商法による自己監査、それ

から証取法による外部監査、それを大蔵省ではまあ一本でいいじゃないかという思想があったというけど、それはどういう考え方に基づくんですか。

坂野 要するに、会社が2つのことをやるのは大変だろう、だから株主総会へ発表する監査役の監査で証取法上の監査も済ましたことにできないかという発想なんです。それには会計監査人を公認会計士にしまして、会社の決算よりも少し早目に、もうずっと監査をいたしまして、普通は済んでからやるんですけども、それで総会にかけたその監査の案がもう公認会計士もオーケーした案であると、したがって総会をパスすればそれでディスクローズもオーケーと、こう持っていきたいという……

舟山 簡素化という思想があるわけですか。

坂野 簡素化ですね、簡素化、一本化。それと、時期的にも普通は総会へかかって、それから公認会計士がやりますと、公認会計士の監査がずいぶんおくれるものですから、やはり市場に影響を与えるにはタイムリー・ディスクローズと言って、あんまりおくれな情報をも早く市場に伝える必要があると、こんな発想なんです。

舟山 いや、そういうお考えがあるということを伺いまして興味を持ったものですから。

坂野 ただ、それを一緒にしちゃったことはいいのかどうかという批判もあるわけです。

舟山 いま一緒になっているんですか。

坂野 商法改正で一緒になったのでございます。

大谷 結局、従来ですと総会というのは締め切りから2ヵ月以内を3ヵ月に1月延ばしたわけですね、そこで、その間に公認会計士の監査が入る余地を入れたわけです。ですから従来ですと、3月決算法人の株主総会は5月末だったのがいま6月末になっています。

舟山 入れたから。

大谷 はい。

(2) 現先市場

舟山 ちょっと話は違いますが、現先市場というのはいまはあんな大きな市場になっちゃったんですけど、まだ、萌芽か何かはあったんですか。あれは証券と関連して考えてみるべきか、短資市場として考えるべきか……

大谷 売買なのか金融取引なのかという……

坂野 もちろんもうこの時代はございました。いつごろからあったのかな。

大谷 かなり前からあったと思います。

坂野 42、3年ごろからか。

大谷 ぼつぼつあったんじゃないかと思います。

水野 38年ぐらいからだと思います。1番初めは、32年ごろ野村がちょっとやっていた。

38年ごろに、ただ現先市場という言葉が認知されて言葉が出たのがこのときが初めてでした、言葉として出ましたのは。

坂野 公社債の売買高が先ほどふえたと申し上げましたが、これがこのころ半分はまだいってなかったろうな、現先は。

水野 いっておりません。

坂野 いってないですね。しかし、かなり現先があったわけですから、売買高の中に。みんな売り買いの形をとりますので。今日は半分に現先があるんじゃないですか。

水野 全部でどのくらいですか、公社債が200兆円……

坂野 200兆円ぐらいの売買があるんじゃない、年間に。そのうち半分以上現先じゃないですか。

水野 たしか残高でもって5～6兆円ぐらい、半分超えてるはずでございますね。

坂野 残高は5～6兆円でしょう。一時は、コールより現先の方が多かったんですけど、このごろ手形市場がまたずいぶんふえてるみたいですね。

水野 ちょっとCDに取られるのもございます。

坂野 大体そんなことでよろしゅうございますか。

水野 ありがとうございます。どうも本当に恐縮でございました。