

4051

昭和四十年二月八日

32  
昭和三十六—三十八年の証券行政について

造幣  
前理財局証券部長

有吉 正 口 述

大蔵省大臣官房資料統計管理官

出席者

造幣局長  
前理財局証券部長

有吉正氏

理財局証券部業務課長

坂野常和氏

理財局証券検査課長

中込達夫氏

塩崎 財務調査官

前川 調査課長

間野 資料統計管理官

須藤 事務官

水口 事務官

西尾 事務官

西村 事務官

反本 事務官

私は、三六年の六月ごろ証券担当の財務調査官になったんですが、そのころはちょうど国際収支の不均衡というようなことがはつきりしてきました。しかるに、なおかつ株価のほうは高騰をたどってきたわけです。ついに七月一八日に市場最高の一、八二九円をつけたわけなんです。ともかくも経済情勢のほうはだんだん膨張して、当然そこは引手締めというものがくるのがわかりながらも、なおかつ株価のほうが上がってきたということに対しては、その後においていろいろ証券界に対して取りざたされているという点もあるわけです。一つには証券界の先の見通しがなまいといわれていることでもありますし、あるいは無理に人為的にこれを上げたんじやないかというような、痛い腹か痛くない腹かしらぬけれども、疑われるような状態にもなっているわけですね。いずれにいたしましても、この七月の一八日を最高としまして七月二二日に公定歩合の一厘引き上げが発表され、それからだんだん暴落し、惨落ということになつてきたわけですね。その後私のある三二年間の間、株価は非常にさえないというような一言に尽きるんですが、いまの株価

とは違つてその間に若干の一高一低があつたという事が言えるわけでありませう。三六年の末、三七年の初めにかけてある程度高値をよんだこともありますし、また三八年の三月・四月においては相当高くなつてきまして、むしろ規制を考えなきやならぬ——株価規制を考えなきやならぬというような状態にもなつてきますし、株の売買高についても非常に株数が多くなると取り引き高が多くなるといふような現象もきたしたわけです。檢していえば非常に苦しい時代だと、この一高一低のことをよく分析してみますと、これには投資信託との間に関連があるといふことが面白い結果として出てきたように当時記憶しております。というのは、投資信託が集まつて設定された月はかなり高い。投資信託の集まりのよい月の翌月はかなり高く、そのじやない月は低いといふことがかなりはつきり出ていたわけですね。これをもつてしてもやはり投資信託が当時の株価の大勢を相當に反映しておつたといふことがいへるんじゃないかといふ気がするんです。ただそれについて唯一の大きな例外は、三七年の一〇月の株の暴落であります。これは三七年の

設定額とダウの関係は次のとおりである。

月	35年			36年			37年		
	設定額	前中ダウ	前前ダウ	設定額	前中ダウ	前前ダウ	設定額	前中ダウ	前前ダウ
1	224	932	8	439	1437	129	343	1473	152
2	177	936	54	776	1556	119	283	1545	68
3	140	1028	42	404	1525	31	261	1434	56
4	161	1078	50	697	1635	110	208	1389	95
5	167	1053	25	363	1675	20	179	1404	15
6	331	1040	13	872	1659	16	304	1426	22
7	233	1102	62	403	1786	127	465	1457	33
8	252	1136	34	511	1701	85	234	1412	47
9	241	1198	62	307	1543	158	462	1546	66
10	311	1244	46	248	1370	173	199	1266	80
11	364	1394	50	156	1379	9	149	1403	137
12	1017	1308	12	677	1320	59	384	1433	30

九月には投資信託がかなり暴落が好調であつて、一〇月の設定額はかなりの額に及んだはずであります。株のほうは相当下がつてこれは申し上げるまでもなく、この三七年の上半期過半数の決算期の会社の業績が非常に悪かつたということ、それが株価に大きな影響を与えて業績悪としてあらわれた株価の暴落が三七年の一〇月のことだということになるわけです。これは会社の業績悪そのものが露呈したということの原因によつて株価が下がつて投資信託の好調を逆に打ち破つたという現象であります。それ以外はすべて大体投資信託の歩調と合つておつたということがいえるんじゃないやなからうかという気がするわけです。それがまた私から言わせれば株価の回復のテンポをおそくなゆしめたんじゃないかという気がします。あけです。というのはやはり三六年、七年ころに株価が下がり、証券会社の勧誘・宣伝が相当激しく、この際に株を買つたほうが有利ですよと云つて、新しいいろいろな投資信託ができて、それに応募をした人が、その後株価が回復するといふよりも、むしろ逆に下がつてくるということによつて、もう二度と再びとい

うような気持ちをかかなり大衆投資家が持つていたんじゃないかなというように  
気もするわけです。こういったような点は現在坂野さんが当席におられるので、  
あとでお話ししたいと思いますが、……そういったような株価情勢で当  
時としてはカーには株価の不振というものを何とか回復させなまやいかぬとい  
うことがいわれておった。しかし証券当局としては昔からの伝統である行政は株  
にタッチせずということをとてまえておる。しかしそれにもかかわらず、や  
はり証券会社の活動がある程度可能なように、また株価が公正に形成されるた  
めには、ある程度信用取り引き等の制限はできるだけ解除していくというよう  
なことが考えられ、まず最初としては、いわゆる委託証拠金率の引き下げ、擔保掛  
目の引き上げというような常套手段が次々に打たれてきたわけです。そのほか  
もそれまでは投資信託には半期ごとに株価の設定ワケというものがあつて、一  
つの会社には残らまでしか投資信託が設定しなまやいかぬという制限があつた  
んですが、この制限を解除されてきたと、あるいは投資信託の中で設定率に伴つて

(残り株のコールは)  
ルは残さず守りかめという事がいわれておりましたが、そういったコールの運用ワケというものも解除されるというような状況になってきている。こういったようなことで株刺策(備)というような手が打たれたのであります。そういった技術的なことは別として、当時として株価対策的に考えられたのは二つ大きなことがあると思ひます。

一つは証券担保金融というものであり、一つは増資調整というものであろうかと思ひます。この公社債担保金融というものからお話ししますと、当時の株価を下げる大きな原因は、もつともその経済情勢の背景があり、だんだん引き締めがきつくなつてくるというようなこと。さらにそれが進んでいけば会社の業績悪というようなものになつてあらわれってきますが、そういったようなことのほかに証券界自身の原因としてしましては公社債投信の解約という問題があつたわけですから。これに公社債投信は三六年のたしか一月に最初の設定ができたと思ひますが、そのころにおいてはこの設定が各会社とも競争的に行なわれた。しかも設定に際して別

にワクがあるというわけじゃなし、自由に会社が集められるだけ集められたとい  
うような情勢でもあり、

そこには御祝儀的なものもかなりあつたと思ひますし、また事業会社  
間の何と云うか、お互い相持ちする関係のものもかなりあつたように聞かされてお  
ります。そんなような関係から非常に喜ぶ者が好調で、一月、二月、三月に推移した  
のであります。そ収がこの金融引き締めによつて会社において金繰りが甚しくな  
つてくるというところ、まずもつて公社債投信の解約ということが出てきたわけでは  
す。

しかもその際に本来公社債投信は個人の貯蓄、少額貯蓄であるといふようなうた  
い文句であつたのが、むしろ会社法人<sup>記録</sup>がこれをかなり持つておる、しかも大口  
に持つておるといふことが一つの原因をなしておつたと思つておられます。その  
解約が七月、八月と逐次激増をしてきたのであります。これが解約されてますと、

社債市場がない以上、いうまでもなく証券会社がこれを抱かざるを得ないという  
ことになるわけです。証券会社では泣く泣くこれを抱く、当時のコールを無理に  
とつて、コール資金でこれを抱いておるといふような状況だったわけでありませ  
うしますと、一方において株価が下がつてまいりますと、それ以前であります  
と、証券会社はかなり買向かつて自分の平持ちをふやすといふことも可能であつ  
た。それによつて一時的な株価の下落をささえたこともあつたんですが、その場  
合においてはみずから買向かうときの資金は公社債投信の買い戻しのほうにか  
かつてしまふ、なかなか自由がきかなかつたといふようなことにもなつて、株  
価の暴落をさらに一そう早めたといふことにもなるかと思ひます。

なおついでながら、増資調整のことにも関連するんですが、当時自己資本の充  
実等が叫ばれ、配当軽減といふことも行なわれて、各会社とも増資の方向とい  
ふことが強くなり、金詰りになると借金政策よりも増資政策のほうに向かつてくる  
のは当然で、増資、増資といふ声にわかち盛んになるといふか、前から続いて

きたやつが、そのうちに一そう激熱をきわめるといふようなことにもなつてきたわけです。

そこで増資をすると、今度はその会社自身の金は入るけれども、ほかの会社の株をかなり持つておる、特に商社あたりにおいては関連企業株をかなり抱えておる。その傘下の会社が増資をしてくれば、それ以外の株を売らないと増資金が出ないといふようなことにもなる。増資金の調節のために消費者、ことに企業、特に商社あたりは手持ち株を売つてくるといふようなことがとられた。それがまた株価の下落に拍車をかけるといふような状況にある。そんなようなことで株価が下がつてくる。そこでさつぱり押し上げた株価対策としては、公社債担保金融と増資調整といふことになるうかといふわけです。そこで公社債担保金融の問題に

ついでですが、その際証券会社の金繰りを少しでも楽にしてやるのには、そういう証券市場がない限りにおける抱かされた公社債を、証券会社がどこかで担保にして金が借りられるといった措置を講ずべき以外はないと、かように判断されて証券取引審議会にも、いかにしたらよろしかろうかということについて諮問があつたのであります。まあ、当時考えられた方法はこの証券取引審議会に出された案としてもいろいろある案があつて、一つには公社債の買とり機関をつくれという案で。

二つには、銀行の担保金融にしたらいいじやないかということ。三つには、証券金融会社を通じて担保金融をはかつたらいいじやないかと。それから最後には金融の調節の手段として日銀の買オペのルートにのせたらいいじやないかという、こゝろいつたような四つの案があつたわけですが、それらの案について優劣がいろいろ言われたんですが、最初の買とり機関案というのは、これは当時池田総理がかなり御執着のようで、われわれ事務当局にもどういつた案をつくれとい

うことがいわれたのでありますが、しかし証券取引審議会等の大勢の空気がしてはそういつた機関をつくらなしたにしましても、結局は買いとり専門の機関だが、売買というわけにはいかないので、買いとり専門の機関になつてしまつと、それが資金がどう出て出るかと、そして最終的には買上げられたものはどうなるか、動きがとれないじゃないかというふうなことがいわれたわけです。したがつてこつたものをつくるわけにはいかぬのじゃないかということがいわれまして、これはあんまり問題にならぬでしょう。現在の共同証券なり証券保有組合のことを考えると隔世の感があるといふか、そういつたような気がするわけです。これで動きがとれなくなるんじゃないかといふので、この案は最初から問題にならぬ。それから、最後に言いました。買イオペ案といふのも本来金融調節の手段といふものを、さういつた公社債の担保金融に使つたといふこと自身がおかしい、筋が違つたからこゝろまた話にならぬといふことです。私も証券当局としては一番執着のあつたのは二番目の案といひますか。証券金融会社を通じて担保金融をするとい

う案であつたわけですから。この証券金融会社を通ずるといふことには一つの私どもとしての理屈があつたわけですから。というのは当時におきましても株は信用取引引きといふのは直接にはコール業者が資金を出しているといひますけれども、最終的には日銀の金がコール業者を通じて流されて、そして信用取引引きが行なわれ買株の制度が行なわれていると。それと同じようなことが当然株というものではないにしても公社債といふものに行なわれてもしかるべきじゃなかろうか。なぜ株と公社債とを区別しなきゃならぬのかといふ一つの疑問がでたわけですから。日銀あたりにはどうか一つ公社債担保金融は証券金融会社の手を通じてやるような方法を考えられないだろつかといふことで、私は再三日銀へ行つて交渉したわけですから。日銀の事務当局の考えとしては最終的にはやはり総裁、副総裁も同意見であつたらしいんですが、日銀が出る幕といふのは株式市場が恐慌をきたすといふような事態でなきゃとでも出られない。私どもは恐慌をきたしたときに日銀が出てももうすでときはおそいんであつて、恐慌をきたすかどうかといふその前の段

階において日銀が証券市場に出てこなければ…… 恐慌をきたしたときにおいて  
てはもう手遅れだと、その前の段階であるかどうかという問題なんじゃないかと。  
日銀としても何も恐慌きたすところまでだまっっているわけじゃない、やはり恐慌  
をきたすおそれがあれば出るというような気持ちはおつたわけです。いずれにし  
ても当時の段階としてはまだそういった段階とは認めがたいという判断を下して  
おつたようです。その後の日銀の様子からいえば、現在までのところがそうであ  
るかどうかというところに私どもの見解との違ひがあるんじゃないかという気が  
するわけです。そういったようなことで、やはり証券金融会社を通ずる云々とい  
うことには話があつていけない。そうすれば残りは銀行を通ずるところの担保金  
融ということになる。証券取引密議会の最終的な答申にもそのことがうたわれて、  
証券金融に關係のある機関、銀行なり証券会社なり、大蔵省、日銀が具体的に話  
し合つて銀行を通ずるところの担保金融をもつて事にあつたれということが、たし  
か三七年四月の証券取引密議会の答申に出たんだろうという気がします。そんな

ようなことで、これが答申が出まして、現実には担保金融が行なわれたのは、たしか三七年の六月から七月、八月でしたか、二回か三回に分けて行なわれたのであります。そしてそのときにおいては結局は証券会社の資金繰りを楽にするという意味で、つまりコールをとつて無理やりに社債を出す、ということをして、コールじやなくして金融機関から金を借りて、そうして社債を出す、その借入れた金をもつてコールを返済するということのルートで社債担保金融というものができたわけです。したがって私どもの指導としてはあくまでも社債担保金融がコール返済のためにあるんだということをやつたって、それを金をもつて株を賣つと、つまり株の操作にあたるということではないんだということをして、証券会社を指導したわけです。したがって株を賣るか買わないか、分やかましく、その金で株式を買わないようにということもまあ調査的なことをやつたわけです。といったつて金に糸目がないんだから、どの金で株を賣つたんだかよくわからぬからそこは単なる言いのがれかもしれませぬけれども、筋としてはそういうふうな結果になった

人です。ところが三七年の……先ほど申しました九月の業績悪というものが露呈  
 した一〇月の大暴落においてはもうそんな証券担保金融でもって株を買っちゃい  
 かぬなんぞけちなことを言ってるわけにはいなくなつた。そこで何とかこれは  
 対策を講じなければいかぬというので、一〇〇億円の証券担保金融が三七年のた  
 しか一一月でしたかた実行されたのであります。

公社債担保金融の実施は次のとおり

第一回	三七年六月	二八億円	(四社)
第二回	八月	〃	(〃)
第三回	一〇月	六〇〇	(〃)
第四回	十一月	一〇〇〇	(一四社)

これは当時としてはいまの宇佐美日銀総裁が銀行改会の幹事銀行である三井銀行  
 を引さうりれて会長をしておつた。それを実行される前の晩、あるホテルで宇佐  
 美さんとお会いして、ぜひここでひとつ踏み合つてもらいたいと、宇佐美さんは

銀行のほうでかなりの反対があるだろうけれども、自分としても何とか一はだ晩ぎ  
ましようということをやつてもらつて非常に心強く感じたわけでしたが、結局  
一ロバ億円、銀行とそれから従来は出していなかつたところの信託銀行も入りま  
して、それから従来は社債担保金融を出すのは証券会社としては四社だけだつた  
のが特に投資信託をやつてゐる会社に一回社ですかに出すということになつたわ  
けです。しかも、それはその金をもつて株も買えるということになつたわけです。  
そのときの理屈づけは何かと申しますと、証券会社としてはもうすでにデイトラ  
ー業務を円滑に遂行しがたいほどに資金が枯渇してゐる。したがつて最少限度の  
デイトラー業務を可能ならしめるためには、この社債担保金融で得た金をもつて  
株も買うことができるという理屈づけであつたように記憶してゐます。したが  
つてこの才四回目といひますか公社債担保金融の一二月の一マロ億円の場合にお  
いては株も買ひ売るような社債担保金融ということにならうかもしねません。こ  
うしまして公社債担保金融がある程度軌道に乗つたわけですね。と同時に公社債担

信それ自身についてもひとつの改革というものに迫られたわけですが。他方証券界において公社債投信を何とかして貯蓄組合の対象にもつていきたいという気持ちがあった。ところが銀行界のほうじゃそれに対して強ひ反対があつて、向に日銀が入つておりまして、日銀としては公社債投信というものが、はたして貯蓄手段であるかどうかということに対して疑問を持つという話がありました。公社債投信はそういうふうな募集が好調のときにはよけいに集まり、世間が金詰まりになると解約がふえて、そうして常に貯蓄額が上下する、そういういたものはたしてほんとうの意味の貯蓄であるかどうかということについても疑いがあったのかも知れません。そこで私どもの行政指導としては公社債投信が解約なり設定なりがさうめちやくちやに変動しないような方向を考えなまやいかぬじやないかという話をしたわけですが。証券会社としてもそこに何とかしようということになりまして、ひとつには今後の募集額というものを四社がワケで競らということ。これは行き過ぎであるけれども、大体協調して月一マヤ億円をこえない程度

一〇〇億円の程度をこえないといつたら不公平ですけれども、月一〇〇億円の程度の募集額に協調的にとどめていきたいと思います。三六年の初めのように何百億というやつを一時にボカンボカンと設定するといつようなばかなことはしないように、協調的な募集の態度を保つまいましようということが一つ打ち出された。

又番目には、公社債授信が非常に貯蓄としてあまり便利すぎても、……たとえは買ひとり手数料なんというものは非常に低い、そうすると買ひとり手数料が低ければ金詰まりになると、もうどんどん証券会社にシリを持つてくると、これはおかしいんで、やはり買ひとり手数料なるものはある程度高くして、解約をする人には罰則的なものをもたさないと、長期的な投資にはならないということ、買ひとり手数料をそれまでは二五円のを五〇円に上げたことがあります、さらた五〇円の倍にして一〇〇円にするといつようなことにはしたわけです。そんなようなことで公社債授信が真の意味の零細貯蓄になるような道を講じると、そして結局は国民貯蓄組合のあつせん対象にしてたしか三七年の五月からなつたと

思うんですが、このようなことで公社債投信もやつと正常な道を歩むようになったら、最近においては大体一〇〇億円ぐらいの募集額になつてゐるということが金額からいつても非常に望ましいことだと思ふんです。

そういつたように公社債投信というものの証券担保というものをそのようなかつこうでいきまして、株価対策の一つの一環をなしたわけですが……

もう一つの増資調整のほうの話ですが、先ほど申しましたように、当時設備投資がかなり自由に行なわれる、野放図に行なわれている、株価のほうは下がってくる。株価は下がる原因としては投資の旺盛ということがかなりうたわれておる。何とかしなければいかぬというので、増資の繰り延べをやろうというようなことが大蔵省部内の証券関係のほうでは強く叫んだんですが、しかし理財局の経済課あたりではやはり企業の内部資金の蓄積というほうを重視的に考へて、いま増資の繰り延べをするということはおかしいんじゃないかというふうな議論もやり、なかなか見解がまとまらない。しかし最終的にはもうそんなことは言つておる時期

いやないというようなことから、三六年のたしか一月か何かは、増資の調整に關する懇談会というものを、銀行、証券それから生保等の各界の代表に集まつてもらつて、大蔵次官が主宰して懇談会を開いたのであります。その際上結局はこまかい点については増資等調整懇談会という当時日銀にある名目的な事務局にまかせるといふふうになりました。原則としては増資の繰り進歩をすることにはきまり、しかも大企業についてはすでに発表されたものの増資についても繰り進歩ができるにははかろうといふことになつたわけです。一般的に増資の繰り進歩をすることについては、これはある程度問題があるにしてもスムーズにいつたわけですが、すでに発表されたものについても大企業である限りは、これはさらだ進ばすんだということについてはいろいろな問題があつたわけです。当時増資を発表してしまつたのは、日立、東芝、富士、八幡の四社であつたと思ひます。日立についてはすでに新株の取り引きも行なわれているので、とてもこれは時期的に間に合はない、技術的にも不可能だといふんでこれは向題外として、あとの三

社について二ヶ月の増資繰り延べの要請をしたわけです。八幡あたりにつきま  
しては、世銀借款との関係もあつてなかなかむすかしいという話も出たわけ  
です。これも大蔵省が中に入って世銀との間に了解をつけて、結局この三社が二  
ヶ月の増資の繰り延べをしたということになつて、結果的には増資調整が成功し  
たといふことになつておられます。この増資等調整懇談に出席したときの印象  
ですが、当時証券会社としてはまだ増資調整についてかなり自信がなかつた。  
といふよりも証券会社が幹事会社としていろいろ競争して今までの企業との  
間に立つて、増資の調整をするといふのはとてもできないといふくらい弱  
気な気分を保持していたように、その当時の空気から私は察したわけ  
です。むしろ逆に言えば銀行等のほうがか、いや何をいつている人  
ですか、いま増資の調整しなければ、ますます株価は下がりますよ。  
しつかりなさいますよといふように、銀行のほうがむしろハツパを  
かけたような気もするわけですが、ごいいます。しかしそのときは弱  
気な証券会社がおこなひつくりであつたわけでも、その後の増資調整におきま  
してはだんだん証

券会社も自信を得て、むしろ証券会社のほうがりードしながら増資調整が行なわれてきたというような次第です。最初の間においてはなかなか証券会社がおつかなびつくりであつたといふことで、証券会社みずからが指導権をとるといふわけにはいかなかつたといふように記憶しています。そんなことで増資調整はその後にも二、三回私のいる間に行なわれたのでありますが、各社協調を行なわれたんではしうけれども、思惑だけが追々進んできたような気がします。株個対策的なことはそんなような話ですか。

あとはさうすると市場オニ部の話ですか。私がちょうど行ったときには、その前の証券取引審議会で結論がすでに出ておりました。市場のオニ部を三六年の一月一日に閉くという結論が出たわけです。それには何か三つの問題があるように當時聞かされました。

一つの問題は、市場オニ部にどんな株を上場するべきか、つまり一部と二部の違いをどこに置くかと。市場オニ部の上場規定みたいなものを定める。オニは市

場外二部はかなり危ない株を扱うから、売買規制というものをしつかりやらなきゃいけないけれども、その売買規制の内容をどうすればいいか。それから三にはもう一つ証券業者の問題がある。というのは、当時の裏面的店頭売買をやっていた業者というものを排除して、会員にこれをやらせるということになると、非会員も若干市場二部の株を扱うようなチャンスを与えなきゃいけません。それから東京・大阪、名古屋しか市場二部をつくらぬのだから、二部のない地方の取引所の会員にもこれがタッチできるようになつべき機関をつくらなきゃいけません。こんなふうな業界の尚願、この三つの問題が向か出ていたようです。そこで私が行って是れを一月一日までに片づけなきゃいかぬという事になったわけです。

そこで最初の市場外二部は上場する株をどんな株にしたらいいかという事です。これは当時裏面的店頭売買で扱われている株をどんなみんなさうつかないか、また市場二部ができた後において再び青空市場みたいなものができても困るといふんで、できるだけ甘くしようという気がしたわけです。ところが取



そこで結論的には、市場二部の売買規制はその後証券取引審議会にかけて市場  
一部の売買規制をもさらに強化する際に合わせて検討しようということである  
程度妥協したというようなかつころになります。

それからつなぎ機関とか、非会員の業者の問題ですが、これは東京と大阪にそ  
れを非会員の業者を団体的に一会社ずつつくと、あとは会社は各地方取引所  
にそれぞれつなぎ機関をつくるということに納めたんですけれども、これもまた取  
引所のほうは従来の会員の既得権、特権があるものですから、なかなか最初は反  
対をした。それも反対を押し切つてやうとのことでしたということですが、結  
局そういうふうにして一〇月一日という日は日曜日だったから、結局は一  
〇月二日でしたけれども、一〇月二日に市場二部が廃止された。いまから考えると  
と幸が不幸かというところ、非常に幸いだと思ふんですが、株価がある程度下がつて  
きたときだもんだから、市場二部も廃止した後にはもう過熱的な状態を承るなかつ  
た。もしこれが株価が下がらないで、ダウが一時に一八二九円高しかさつてた

勢いで上つてきたときに、市場二部が暴足したらえらいことになったんじゃないかな。ろつかという気がします。幸いにして株価が下落してきたときだから、市場一部も穏健なる推移をたどってきた。ところが穏健というのは比較的な話なんで、市場や一部のほうがそういうふうな会社の業績不振で下がってきたばかりか、市場や一部のほうはかなりやはり躍進したという面もあったわけですが。当時の株価のことは跋行相場といわれますが、大型株不振で中小小型株のほうは躍進を遂げた時代であります。市場や一部のほうはなお一そう躍進を遂げたというふうなこともなる。その後株価がさらに暴落を続けたときには、逆に今度は反動的に市場や一部なり、中小小型株のほうは下がり、今度株価が回復するときにおいては中小小型株なり市場や一部株の回復は遅く、大型株の回復が早かったというふうなことが繰り返されてきて、その理め合せをなしてきていくというふうなこともなるかと思えます。いずれにしても市場一部というものが株価の急回復についてはある程度(度)に推移してきたんじゃないかなという気がします。

それからそれでは、市場が二部の問題についても証券取引審議会での結末がこうになりましたというおさらいをし、問題点を指摘してもらったんですが、問題点としては一つには、当時公開株がかなり多かったんじゃないか。公開がムというところがいわれておる。株価が不振であつても市場が二部についてはある程度株の公開が盛んに行なわれている、それの一つには企業の体質強化のための増資の旺盛ということも影響しておつたらうと思います。要するに、市場が二部に株を公開したいという希望がかなり多かつた。そのために資金が当分なくて一般の株価を下げたという間接的原因にもなるかと思いますが、そんな時代があつた。これに対してどうすればいいかという問題がある。一つには株の公開値と最初の売り値との間の開きが非常に大きい。公開値が一ロク円であるとかかわらず最初の日の売り値が四ロク円であるというふうなバカげたようなことが行なわれる。これはおかしなじゃないかという議論がある。それについては最初の間は公開株の売買履歴の形成の管理をもう少しきつくしたらどうだろうということだ。

技術的にその点を解決しようということになったわけでは、そんなことで市場の一部のほうは充足以来技術的には向題ありましたけれども、大勢としてはかなりうまくいぐめいたといった人じゃないかという気がします。株価が比較的健全な数字であつたためであらうと思ひます。そこで、その後残された青空市場というものはどうなつたかということですが、やはり証券取引所の構内なり、かたりの人が集つて青空市場的なものがある、やかましくいつて追つ払うと、これは証券取引所のそばの街路上において行なわれるというようなことが繰り返されておつたようです。当然そこで最後には上場していない店頭銘柄の値段の発表制度というものが証券業協会で考えられまして、それが実行に移されたわけでは、と申しますのはやはり力あたりではどういったような店頭株の値段というものはテレビジョン・マーケットと申しまして、電話で相互に証券会社同士が通知し合つと、それが一つの本になつて印刷される。それでお客はその本を見れば大体その株が幾らであるかということがわかる。したがつて集団的に売買に参加する必要はない人

だという、こういう議論があつたわけです。そこで日本でもさういつたようなことを行なおうというんで、電話でお互いが交換するまでもなく、証券業協会にそれぞれが届け出ればいいじゃないかと、どんどん証券業協会にその日に行なわれたい値段の最高と最低を届け出る、それを証券業協会が一つにまとめて発表するという制度ができたわけです。これによつて集团的店頭売買というものは、むしろ行なわなくてすむ<sup>（思）</sup>という一つの口実をつくつた。今後はもう暮まっちゃいけないせんとよという一つの口実を依ることには非常に便利になつたということが言えるだろうと思ひます。市場が二部についてはそんなものですかな。

それからあと、ちやうど自由化に際しての時期だと思ふんですが、外国人投資との関連がある程度出てきた。三六年の市場経由の外国人投資の額というのは非常に多くて、過去一々年間の額とほぼ同じ額だけ三六年に行なわれたはずで、三七年も三六年の四割増しからの額が行なわれたんじゃないかという気がします。

市場經由外国人投資

二六年〜三五年 五〇、七六一千ドル

三六年 五五、八四九

三七年 九一、八五〇

それほど外国人の日本の株へ対する投資が盛んに行なわれた年です。三六年私が行きましたときは、まず最初にソニーのADRがちょうど調印がすんでその披露のパーティが帝国ホテルだかであったときです。これは正式のADRのキープであつて、その後三つか四つADRが続いたわけです。

それと一つには、日興証券がジャパン・ファインドというものをアメリカにおいて作るんだということを持ち込んできまして、

しかしマ

メリカのほうの手続きが遅れて、結局設立されたのは三六年の八月ころになった  
ように記憶しています。その後、日英投資だとか、スィヌの何とか投資だとか  
*The International Finance Fund*

若干日本の株を主流に組み入れる投資信託ができたわけですね。そのほかたいえば  
勧業投資が、やはりこれは新三菱重工業だったかな、何か三つか四つ、行なわれ  
てたんです。こんなふうなことで外国人の日本の株式に対する関心というものが  
にわかには強まった時代だろうと思えます。結局当初の自由化方針に即して元本の

据置期間の撤廃ということが行なわれた。当時もやはり、もしいま撤廃したならば、株の暴騰、暴落というものに相当影響するんじゃないかというようなことが心配されたわけです。それも全体的なすう勢からいえる<sup>はず</sup>を得ないんじゃないかということでもこれが行なわれた。行なわれたについてはやはり株価がある程度平靜的な不振状態であったときであればこそこれもスムーズにいったんじゃないか。一、八二〇何円前後においてこういうことが行なわれるとえらいことになったんじゃないか。その後ある程度ときがたつてから行なわれたということが、むしろ幸いしたんじゃないだろうかという気がします。

自由化の話はそんなようなぐあいですか。

それからあと投資信託の話ですが、投資信託はさっき言ったように当時の株価との間に非常に問題があつて、いろいろな話題をまき起こした時期です。三六年のそれまでの間は短期に必ず投資信託ワケが設定されて、それ以上募集しちやいかぬということになつておつた、株価は不振にかこつけてそのワケがなくなつたと。

これは一つの質的な違い。それまでの間にいろんな不合理なものがあったやつを合理的に直した点がここにあります。私一々詳しくは覚えておりませんが、非常に技術的な問題です。

条件以下のものは組み入れない。つまり、中小企業は組み入れないということをおわられた。しかしオニ部が飛足しますと、

オニ部の株も投資信託に組み入れさしてくれという熾烈なる要望が投資信託の各会社からあつたわけです。これはやはりオニ部というのは、まだ一人前になつていない会社だから、そんなものを入れて大衆の資産を危なくしちゃいかんということでやかましくいってこれはハネたわけですが、非常にいまから考えると辛いだったような気がします。そんなものを入れておいたら投資信託はさらに之がいことになつてはたんだんじやないかというような気がします。そんなようなことで……

しかし、それとしても株価を回復するには投資信託を募集する以外はないと

証券会社は思い込んでおつたわけです。そこで従来オープンを出していなかつた中小の投資信託会社もそれをオープンに手を定めるということになりますし、四社は四社で大型ファンドというもので電力とか鉄鋼とか大船会社の株だけを入力する別の投資信託をつくらしてくれということんで、これもまた大型ファンドとしてナワ張りができて、投資信託激烈なる競争があつて、それが一時三七年の年初あたりでは株価を維持した大いなる原因はなつておる。しかしそれがまた大衆投資家に痛い目をあわせるということになり、投資信託の不振を招くということになつたんじゃないかという気がして残念だと思つています。そんなことで投資信託の向題、……。

それからもう一つ委託会社との分離の向題がありまして、投資信託は、御承知のように当時投資信託の委託会社は親会社から全権を握らぬておつた。全株は保有されるような状態です。しかしこれは五年間の猶予期間があつて五年間のうちに九割は株を放出しなければならぬということになつてゐる。当時の委託会社と

しては何とかこれを免れたいために一つの特別な法律を出してくれと、というのは、新聞あたりでは法律の制限によりまして株の売買が禁止されておる、そんなようなことで類似の法律を出してもらつて委託会社の株が目かに移つても、それがよきさまにいかないようたしてもらいたいと。もしよきさまにいつて災な者が投資信託の委託会社の株を買い占めて、そうして株価操作をやられちやかなあんと、こういうような理感だつたわけです。そういうような法律は公益の擁護のために、新聞等においては、許されるけど、委託会社がそれに該当するとは思わんかゆとゆうことでとてこれではできないとゆうことで、結局は証券取引審議会の議論に従ひまして、委託会社の分離ということがその後行なわれてきたわけです。

それからもう一つ思ひ出すのは、投資信託のコールの問題とゆうやつがありますして、コールの問題とゆうのはコールレートの問題とゆうのがありますか、とゆうのは投資信託が募めました金は株を買うのはもちろんですが、コールにもかなりの程度

が運用されているわけでは、ありません。そしてそのルールをとるのは親会社が多くとつていたわけでは、ありません。ところがそのルールシートというものは当時の公定相場に基づいておいたわけでは、ありません。これが国会において問題になりました。大体公定のルールシートでゴールの取り引きがされていなかったので、なぜ証券会社だけがそういうルールシートをとることができるのか、大蔵省の指導がまずいじやないかという点がいちばん問題です。

[Redacted]

それも当

時としては一つの問題だったわけでは、ありません。委託会社の問題はそんなものではないか。投資信託の問題は、

あと証券会社固有の問題としては坂野さんから話をしてもらったらしいと思うんだが、概略的なことをいえば、当時は証券会社がかかり株価は不振といいはながらまだふえておったし。それから四社、あるいは中小の投資信託あたりでは盛んに店を出したいという気持がなお強かった。また配当も無配というところまで転落せず内部留保をくずしながら六分配当くらいまでのところまで株価々々としていくというような状態であつた。ということはまだ株価の下振れが一時的なことで、すぐに立ち直るといふような目先の甘い考えを持つたためであらうかという気もするわけですが。しかし店舗の点についてははそれまで半期に三店舗ずつ認められておつたのが、三店舗になり、一店舗になり、最後にはなくなるというふうなこともなつたわけです。それから店の設置についてもかなりリーズナブルなことが行なわれておる。不動産等を勝手に買つてしまつてからあとで、役所のほうに届け出を出してくるといふようなことで、そんなことも先行きの臭道しがなく、ずいぶん不動産等の勝手な使い方があつたといふような気がするんです。

そういうたようなことについては後ほどまたご函所から発表いたします。

それであと残るのは機構の問題で、証券部の話ですが、これは証券局ができたやつて、いまさら証券部の話をしては何ら意味がないんですが、しかし史談会というのはいまさら証券部の話をしてはならないといかんらしいから、ちよつとそれをやつていきますと、財務調査官で私がやつておつた当時においては、経済課の中で証券に關係するものを抜き出して私が担当すると、機動的に経済課の一端をになつて非常に有機的な活動ができるという利益を持つておる。また理財局という一つの大きな局の背景にあれば証券行政というものも滲透しやすいといふ何か頼りになる力も持つてゐるんじゃないかといふことで、理財局全体としては証券部設置といふことについては必ずしも賛成した空気がやなかつたような気がします。私の前の時代からも証券部という話は何三出たらしいんですが、みんななそういつたような気持ちからいえばむしろ理財局の中の証券各課であり、その上に財務調査官があつて有機的に働いたほうがいいんじゃないかといふことで、

きておつたわけです。ところがその三六年の時代から株価の暴落というふうなこ  
とからにわかにはきた証券行政というものがクローズアップされて、むしろ役所の  
内部よりもというか、理戥局よりも役所の中では官房あたりのほうに証券部設置  
の声が強く、また社会党あたりからも盛んに証券局を設置せよという声が強い。  
どうしても他動的にといつておかしいけれども、証券部設置の方向にだんだん押  
しやられてきたような気がする。そこで理戥局の意向としてはどうだということ  
で、最終的にいえば、私の気持ちとしては証券部というふうなものをつくるより  
も、むしろ証券局というほうが喜ばんじやないか。もしこの際、証券局ができた  
きやできないで元のままだし、できればこれはこしたことはないんじやないかと  
いうことで、証券局設も考えてみたくは、しかしやはりそこまで一気にいく  
わけにはいかんだろうというんで、妥協的に証券部ということでも、まあ、証  
券となれば従来の証券に関係する課だけをまとめていったらどうだと、経済課はや  
はり理戥局に残すということに……、それじゃあ証券部としてはしょうがないけ

水ども、証券局ということになれば経済課を入れて一本化したほうがいい。そういつた含みを残しながら証券部というものができたわけです。その後短かい一年の経験でしたので、証券部がよかつたのかどうかということについてはちや判断の材料もありません。しかし経済課とも証券部ができた後においても相互に連絡をとりながらやったためには、証券部でもよかつたという気がします。いまどういったことは私の假定の話になつちやつたから……そんなことですか、あとは。

塩崎 よく覚えていられますね。

有吉 いや、覚えておりません。(笑)

塩崎 あれはどんなんです。「銀行よさようなら」というやつは……

有吉 あれは前ですか……

塩崎 あれはボンド・オープンするときです。

中込 少し前、三六年一月にボンド・オープンが<sup>め</sup>つと出た。ちよつと前の週

簡誌でね……

虚崎 あれは結局、どういふふうにしてけりをつけたんです。つかなかったのか、自然にいついちゃったのか。(笑)

有吉 どっちがどういふことになるのか(笑)

虚崎 ちよつと前だったかな……

中込 少し前です。大体同じ……

有吉 最終的に手を握ったというのはやっぱりあれでしょう、貯蓄組合の中へボンド・オープンを入れるというときに、銀行と証券とが話し合ってたわけですよ。証券としてはこういうふうな実質貯蓄措置を講じてもらいたいということをおしる押しつけられたわけだな、さつき言ったようなことは……

虚崎 非常によく件よくやっておつたころですか。

有吉 そうじやない、そうじやない、それをやったのは三七年の四月なんだ。さつきおれが言った通り貯蓄組合に加入するといふとき、毎月今度銀行さんと証券課が定期的な会合をやつて広告の取り方はどうするとか、お互いに両方で

もって話し合ったあけだ、しかし相当銀行のほうがかましいことをいつてきたな。当時は証券のほうが優勢だったから(笑)ある程度は驚もきいておったけれど、証券のほうも数が多し、全国的に散らばっておるもんだから、新聞紙上等の広告にはずい分あげつないのも当時出たおったし、向藤のおこったこと、もずいぶんあるわな。(笑)

しかしもう「銀行ささようなら、」という激しいやつはないし、そんな意気もなかつたしね。

樺崎 函大証券の力というのは、その当時どうだったかしらんけれども、だんだんずうっと最近では強くなったのかしらんけれども、その当時のめねはどうなんですかね。証券業界は実際は函大証券が独占しておる、国会でも話をずい分聞かされてはおったが、その地位とか、あなた方やらぬたときの力とか、いろいろな投資信託に及ぼす影響とかね、これはどんなもんだったんですか。

有吉 これは現職の人が話しにくいだろうから、私が話をするけれども、取り

引きが全部東京に集まった、取引所が五つあると言われるくらいでね、強微なものだった。

板野 最盛期だな、三五年、大気。

有吉 それで、これはいまさつきも、ちよつと忘れちやつたんですけれども、株価の値段のつけ方なんです。これは通常取引引きでもつて値段がついていと悪ったら、大間違ひなんで、大部分はバイカイというやつなんだな。

塩崎 出ていきましたね。

有吉 出ていたでしょう、バイカイというやつなんですよ。このバイカイというやつは、昔、勝手な値段でもつてどんどんバイカイ、バイカイでやっってしまうたおけた、それはおかしいというんで直近の値段じやないかと、つまり、私が一〇〇円で、あなたも一〇〇円で、値段がつきましたね、四大証券でも何でもないのが、その一〇〇円の次にバイカイで一〇〇円というなら、これはよろしいという事で、すつとたおけたです。連中はそれでみんな今度一〇〇円ですんで、

みんな「<sup>四</sup>円」ハイハイするといふことは行なわれただけねども、その直近の「<sup>四</sup>円」  
円を自分でつくるわけなんだ（笑）。だから「<sup>三</sup>円」ないんだよ。直近もねにも。今  
度その直近の「<sup>四</sup>円」円をつくっちゃいけませんよと、自分でつくった「<sup>四</sup>円」円を  
直近と思っちゃいけませんよと、それ以外のやつをなげればいけませんよという。  
今度また取り締まりをやったわけだね。三八年の三月ころだね。で、そういうこ  
とで、二まかいことをいわんとだね、なにやり出すかわからんわけだ、東京でも  
つてやらんと、それが札幌行つてやつてみたり、京都へ行つてみたり手薄すなと  
ころでやるんですよ。それをまたいちいち電話で酔んでは怒つておつたねども。  
そんなようなことだね、株価をつくるという方はかなり強かったらうね。

中込 三六年の春にですね、四社の一斉検査というのを三年振りで行ったんで  
す。

その後のいろいろなことをやっただけですが。

塩崎 たとえばそういったのは叱かるとか何とかいう方法以外に、制度的に何か手を打って効果をあらわそうとしたことはないんですか。

有吉 やっぱソバカン規制を渡う以外には手はないんですよ。

塩崎 市場の力はどうしても制度的にやる手はない。

有吉 それでお、最終的には制度的にはないね、そういつても。それを三八年の三月から四月ごろにかけては、当時の取引高は五億株くらいになったことがあるんですよ。そうなつてしまつと、あの取引所の内部じゃとてもできないと、

将来一億株か二億株に上がるかもしれないくらいに思われたわけです。それじゃ今度機械でやるうじやないかと、全部無人取引所だともう手を振つたり何かしないでお、みなボタンを押すんだね、ボタンを押せばチヤチヤチヤつと電子計算機で、株価が出てくる。そういうやつをやるやつというんでね、現実に

だ行つてね、機械の注文をしたわけだ、取引所が、チヤチヤの機械

を……

それでわざわざ見についてあげてですよ。なるほどできるわけだな。そうなるよ。バイカイはできなくなるんだ(笑)。とにかく人為的な操作ができないわけだ、そんな機械が何かを持ってきてやる以外はないね。よほど綿密に、じょう中検査して調査すれば別ですけれども、そこまでいくかどうかということになるとなかなか大へんだな、これは。

塩崎 結局国会ですら分四大証券のバイカイの問題は質向が出たけれども、やっぱり質向程度に終わって、実効のある手段方法がなかったということですか。

有吉 いや、それはだから最終的には直近の値段でバイカイを振ることにした。

塩崎 いまおっしゃったように直近の値段の自体がふくらんでいたのでは……

有吉 だからつくられないよ、それは直近とはみないと。

飯野 直近値段を自分でつくった場合は、取引所の罰則をくらうというんで、その後、局長がいかれたあとで、かなりたくさん罰則が発動になっております。

塩崎 ほう。

有吉 わしのとまにも二回ぐらいあつたな。札幌と……

坂野 最近は日に一件くらいはひろい上げております。

塩崎 ひつかかるのはやっぱり四六証券で……

坂野 そうです。四六証券。一〇社も若干ありますけれども。

塩崎 いまでもそうですか。

坂野 相かわらなすです。エクスキエーズとして大量販売方式を

塩崎 それと関係あるんですか。

坂野 そうなんです。エクスキエーズとして大量のものを一ぺんに取引所に出

すと値くずれが心配されるわけですから、それをスムーズにやるためにあめいこと

をやつちやうんだと、こういふ。

前川 社説銘柄とか何とかいうことで、大量販売やるから…… いまはどう

なっているんですか。やつぱり大量販売方式をやつておられますか。

坂野 ええ

塩崎 政治的な力といいますかね。証券行政におけるいろんな政治家の……  
政治的な圧力というものがあつかないかです。

有吉 政治的な団体的なものとしては感じないな、これは全然。

塩崎 それから党との関係だね。たとえば信用取引を開けというのも古い話  
だけれども、起こったが、そんなようなことはなかったですか。

有吉 団体的なことから言やあ、税制をどうしろとか、外縁的な関係になるわ  
な。内部的な話になってくると、これはさつき言ったように、非常に技術的な話  
だから、政策の中にはのんのんだな、個人的な話でしょうね。つぶれそうに  
なったやつはどうしろとか、個人的にどうしろとか、金融つけろとか、そういう  
話になるでしょうね。

坂野 ほかの業界と比べたら、その点は非常に楽じゃないですか、いまでもそ  
うです。

塩崎 ほう。違反をし、あるいはいろいろな検査をさせて、それがみつかると政治家のところに飛び込んでいって、このくらいのことにはかんばんしてくれということとは他の業界には往々にあることが、証券業界はそれは少ないということですか。

坂野 それはある。

有吉 それはある、それは大へんだ、且那のついてないやつはないよ(笑)

塩崎 そんなことで特に困ったようなことはないですか。

有吉 それはもう大部分がみんなお困りだったな(笑) お二人でもって私のところに電話かかってきたけれども、それは苦手な話だなつていうことで結局はこちらの者がみんなお困りだった。

塩崎 暴落の原因が一つ証券行政にあるとかいおれたことがずい分あるな。

坂野 ありますね。

塩崎 資産保額基準が非常にシビ下すぎて、株価の暴落があつた、直後だ。

坂野 直後です。おられたころに構想を練りはじめた。(笑)

有吉 あれはね、ちやうど三八年の四月株価が高くなつてお、委託保証金率も一部上げたんだな。そういうことになつて非常に高くなつたときですよ。その頃

前川 坂野が福岡にいくとかいつたことがある(笑)。

坂野 ちやうど御説明になつたのは、三七年の一〇月に画期的な一〇〇億の担保金融というのがあつたわけですね、証券界がいよいよ自信でやれなくなつたんだから、よそから助けてもらうと、助けてもらうならば態度を直さなきゃいかんぞというんで、三七年の一〇月に四社の社長を理取長がよんで書きつけを渡したわけです。これは証券行政はじまつて以来といわれてゐるんですけども、それには品薄株のようなものをいじくつて大衆をだましちやいかんと、それから、投資家に対する態度を正しくすると、そして手持首価証券というものをあまりでかくして株価をつり上げたりなんかするやうなことはするなと、あとは手数料で

かせげというようなことが書いてあったわけですね。それが翌年の通達のもとにな  
るんですが、それと同時に三七年のやつぱり秋ごろですね。当時茨の真砂のごと  
くあった証券事故をどうやってなくすかと、これは大へんなことなんで、全部そ  
れは主体はまかせ というやつなんですね。一〇〇万円なら一〇〇万円を証券会  
社に渡してうまくやってくれと、やつとるうちに全部なくなっちゃった。これは  
けしからん、けしからんという話なんですね。それが結局外務員が着服したり、あ  
るいは支店長が着服したというような事件がみんなからんでおつて、その証券事  
故をどうやって防止するかということ、事故防止通達というのか、やはり三七  
年の秋一〇月ごろですか、出たんですね。そういうようなことでやつてきて、そ  
して少しは態度が直るかなと見たら、翌年の三月、いまおっしゃつた五億  
株、このときは野村証券が非常に大きなオープンをはひとつくりまして、三〇億  
くらい設定して、三月の初めだ。それへ組み入れるから、株が足りなくなるぞと  
いう宣法をやつたわけですね。これは大へんだ。いまのうちに買つておけという

精神で、それに公定歩合が下がると、それでがぜん勢いが出て、三月末から四月上旬にかけて猛烈な相場ができた。そこでせっかく直りかけてきた態度が、それできたららつと戻りちやつた人ですね、これはいかんと、ここでもうちよつと締めておかんと大へんだぞというのが、ついに通達を出そうという基礎になつたおけですね。

で、さつきの話にちよつと関係ある人ですかね。

四社がいつごろから力を得て市場支配をやつて、いつごろからその力がなくなつたかということ、ご承知のように投資信託と運用預かりとがあり、投資信託が運用預かりと結びついて資金源がいくらかもある。市場支配をやつて株価つり上げる。まただんだんやつてきました。最後に高いやつは投資信託に必ずはめる。それが投資信託の今日の額面割れになつている原因なんです。それが投資信託が力なくなつたこと、だんだん、やはり大衆が四社に来なくなつたということ、三八年の今の通達が出た直後からその傾向が烈しくなつた。……

有吉 会社がご自分で買ってみなければ、市場支配ができなくなつた。これから力が衰えて、今日にいたつておる。

前川 あの頃、そういう通達で自分の内部の要因をたなによげてショックがあるから、ショックがあつてさえないといつておつた。

塩崎 有吉さん、銀行局におられて、銀行行政と証券行政の違いをあなたがおられたときは、どういう所に向けられましたか。証券行政は銀行を力づけるためにひじょうに力を入られました。

有吉 だいたい銀行行政と証券行政は支店との差ができておる。銀行行政は自身については、店舗行政と内部の経理内容が合理化されていけばいいので、その差はひじょうにラクであつた金融行政で、当時の経済状況にマッチしたところに、どういふところにやつていくかということに重点がくる。証券業者は経済情勢を切り開いて行くということをやない。まことに競争の行政で、しかもひじょうに技術的で、株權に対する行政というものはない、と言ひ切つておるけれども、

そうせざるをえない部面がある。何とかお金の方から言つて来る、何とかしろと  
いうと、そうすると、居ても立つてもたまらん気持ちになつておる。しかしなにも  
今日ない。増資の調整、社債割賦金とかいつても、ひとつの筋が通つたものでは  
ない。障子が破れて切り張りをするやうなもので、わくをつくつて金融行政はま  
れいなものじゃないけれども、片方はつきはぎしてやつてみたりする。政策とい  
うわけじゃないけれども、あとは証券業者の内部の行儀を直す。税制の突につい  
ては、これまた同じで、貯蓄組合とか、非課税、減税してくれとか、双方とも同  
じである。

ま、次元が違ふんじやないか。銀行行政と。むしろ恐慌があつたり、いろいろ  
なものが出て来て、今日になつておる。証券がへ増資によつて自己資金を産業  
界に設定させて、大いに産業界に覇をとなえたいという。四社が出て来てこれを  
指導する。絵が描いてないところに絵を描く。行政でも多少……

有吉 自己資金がどんどん出て来て、資金のバランスが違つて来ておるといふ

時代が優りにあつても、一つの証券行政の政策として打ち出せるようになるか疑問だね。それほど機動的なものではない。しからは対策というものが、そういうものを機動的なものならばいいが、政策は機動性がないと政策にならない。

坂井 最近投機というやつが国民経済で意義がない。株主がほとんど没あるだけで、そんなものはほつておけと。同時にそんなものは手をつけちゃいかんというのが証券行政の基本で、今も反省しておる。動機を分析しないで国民経済的に意義があるかどうか。

瀧崎 この間アメリカの本を読んできたら、内部留保で、たまにしか増資がない。内部資金しかない。証券相場は機動相場で、日本も株価が上つていくことによつて増資が容易になつて、産業資金に流れるという感じがせんこともないけれども、アメリカでもこんなふうにはしか評価してない。日本ではどういうふうに評価するのか。

坂井 評価できないから、放つておけ、悪いことは、ほかのものは放つてお

（急いことは何かのものば放つておけ、）  
け、ということだつた。ところがにわか証券界がだめになつたら、証券市場を

助けやれと、金融市場だけでなく株価も管理するぞ、ここで一考すると。

前川 国民経済的に考えると、株式がたゞ売買されておる限り新規の蓄積じやない。ストックがやり取りされておるだけだ。

塩崎 株価形成で投資を有利にしようということだろう。

坂野 それはある。

塩崎 これは価値あるものとして評価して、資本市場という名目で良い方向に誘導すべきことになつておるだろう。証券局ができたことは……

前川 それを強化しなれば証券行政やつておるやつはたまらんよ。

塩崎 今度金融とぶつかることじやないか。アメリカみたいは消費者金融があつて、産業金融は全然……どつちもわが国では関係ない。産業金融、産業資金の調整、そこはどうしてもぶつかる。

有言 三六年の増資調整するかしないか。三六年七月の株の高位ときど、どう

いったときは、株が足りなくなるだろうということがあった。これで株が上がったが、急激直下株が多すぎるということになり、三月の間はこんなに変わる、元  
ういことだった。株が足りなくなるというので一生懸命買って……。それ読ん  
でおかしいと思った。三月たつて株が余りすぎたということ。

前川 その通りだけれども、証券が皆戦後における相手を金持ちが、上ずみか  
金をやって値段が形成されて、なかにはズブの相場師がおるけれども、趣味とし  
てやっておる。それで、形成されたものが増資に間接に影響されてくる。今度  
大塚が行っちゃったので置いて置くわけはいかなくなつた。それが大きなところ  
だったんじゃないか。大塚化ということが行きすぎかどうか。持株を一人に出  
す。疑問はないし、厂变的必然性があった。

有吉 一、二の万円。

前川 海運クラブでフランクフルトの XXXXXXXXXX というやつがやってきて、東京

の証券会社を探してみていると儲を抱いたおぼさんが買いた乗である、それには驚

いた。どう思うか、と聞いたら肩すくめておつた。ちよつと想像がつかん。

あるドイツ人はびつくりしておつた、奇異の念をもつておつて。

盧崎 有吉さんの前の時代の話ですけれども、もう少しきつくやつて値段をなだらかに上げる行政にもつて行つたらよかつたんでしようか。

有吉 一生懸命やつた、投資信託の資金集めに<sup>対して</sup>投資信託の一定枠を取つとこれ以上依つちやいけない。そんなむちやくちやな行政はない。[ ]を押えるためにやつた。四社の設定枠をきめて、[ ]どの社も一〇〇億以上集めてはいかん。ほかの社は八〇億、一〇〇億。黙つておれば二マダ億も集まる。[ ]と腕力行政。

盧崎 全体には関係ないことということじゃない。それ以上に枠の設定のしようがないからそういうことになつておる。[ ]だけ伸ばすのはいかん。[ ]を含めて全体の投資信託を押えたいというわけなのか。

有吉 第一の要請は投資信託の全体がふくれちやいけない。[ ]だけ押える必要はない。二義的に社だけ強くなつて株価の形成を強力にやられてはかたわん

よ。

廣崎 証券局の株価にタッチしてはいかんと、このことをやったら適正な、中庸的な何か肉とするのが賤務みたいな感じがせんでもない。

有吉 公正なるものならばいいけれども、依為的な株価はいかん。依為的なものは排除する。

廣崎 暴落、暴落はしかたがない。経済の趨勢ならば。

有吉 それはかまわん。証券金率、相俵率、上下はあるけれども、問題外で、あまり高くなつてはいかんから。

廣崎 一ニ〇〇円ぐらゐになると共同証券が必要だ。

有吉 日銀さんが恐慌になるといかん。銀行の恐慌も日銀が来る。これと同じで証券流通市場に恐慌が起つたときは、恐慌が起つて出せばだめなんで、恐慌の恐れがあるときにしましやう。

廣崎 それは今でも言ひ方は同じですね。ただ今からみると、当時起きようた、

というのと、今起きそうだと、いうのでは

蘆崎 有吉さんの治世時代の四大証券でお叱りを受けたとか、証券取引に基づいて一つの行政処分ですか、いあゆる行政指導、法律上の根拠なしで……

有吉 銀行をやっているのは皆行政指導ですよ。大蔵大臣は命令を下すことができるが、命令を下してやっているものは河もない。

蘆崎 いざというときに命令の下せる飲家の空刀をひらめかしながら

有吉 銀行たつては監督指導とか、經理指導、内部訓諭どうか警やつてある。

あは法律に基づいてない。大蔵大臣は命令を下すことをうると

蘆崎 すばり命令を出せる根拠があるか。銀行は瑕疵があつたときに出せる。

行政はすべて瑕疵がないといかん。

坂野 今度改正になると、全部命令が出せる。

蘆崎 銀行と比べてどつちが言うことをきく人ですか。

中込 向題の性質により、必ずしも、銀行がきかぬのじゃないか。後援です

ね。同時に二んど証券界に認めた問題が大きい。四社がありますと、銀行と保険は来ない。

盛崎 天下泰平時代。

有吉 およそ来ないんで

中込 ひじょうに大きな問題は大臣と話し合つて局長まで来ない。四社の社長に言わなければならぬほどの大きな問題が当時あつたということですね。

有吉 人懐にもよるがな。

中込 池田さんの方へ行つちやつた。

盛崎 銀行界の向うを張つて新たに資本主義の垣い辛としてあるから、証券界を頼つていろいろやつているんじゃないか。連絡を密にして、銀行、保険と違つて基礎が脆弱なだけに証券界が頼つている割合は強いんじゃないか。

有吉 ひじょうに苦心してあるだろうね。というのはい、人に頼るんだよ、何でとできると思っている。株が下がれば、手前の非をタナは揚げて……。何とかや

つてくれなにかということ、その点は軽率なものだ。銀行あたりはそうじゃない。

中込 振り返つてみてどうでしょう。デイトラーとブローカーの分離をもっと早い時代にもしやつておいたとしたら、林徳はその人達のやることだから、一言増資しなければならん、引き受けてやつたとしたら。

飯野 西大証券ができなかったかも知れんですね。大勢の小さな証券会社に、終つたでしょう。一べんに株式もたせることもできなかったでしょう。まあ、証券的事実として多くの人が持つようになったので、今後の証券行政は投資家を守る勝手にやったんだと、リスク証券として受けるにはいかん。

有言 証券行政に一步入っちゃつたからにはつきりしちゃつた。大蔵省として踏み切つた。今までは平気な顔しておつた。ダウが一三〇〇円、二一〇〇円になるうとしようかないといつておつたが、めどこの道陸軍の命令かどうか知らんけれども、大衆投資家を作つちやつたんです。それは一匹の力も貸しておる。理論的

にはおかしい。しょうがないからやっておる。それで、免許制にしたから絶対責任をたなければならぬ。投機によって生ずる向後的な証券会社の資産内容——  
四社だけでなく、町の小っぼけなものまで責任をたなければならぬので、いじ  
ように心配しておる。

有吉 大部分譲かる。

前川 甚同言われたりして、ヤニ市場で仮に公開したときの値で、値が動く。  
うまい話で、店内で支店長がもうけたとか。

有吉 あった。

堀崎 最初はひじょうに高いから、事業の創設者はもうけるでしょう。自分の  
株をたくさん出して、通説が上がることによって証券会社の支店長めたりがもう  
ける。

堀崎 公開値と市場値と違った。いきなりもうかつちやつた。

堀崎 会社がもうかるか。

有吉 支店長に入っちゃう。

鹽崎 会社に入るか。

有吉 会社に入る場合もあります。

鹽崎 親創法がないから。個人支店長が銀行の浮き貸しのようなことでもうけるのはおかしい。支店長が公廁のときにその株を利用してはいけない。

坂野 そういうことについての規定がない、公廁者の役員の規定はあるが。

鹽崎 支店長が引き受けて、売らんじやない。

坂野 引き受けじゃない、買ってくるんですから、安くたいて買ってきたこととなる。

前川 昔、会社の名前で相場張って提灯つけるやつがいた。

鹽崎 導入預金や、浮き貸しのような銀行へ課したようなサイド条項としてやるのがあった。これと同じような気がする。これは取締つてないあけで根拠がないだろう。

坂野 見付かつたものもありませんか。

有吉 刑罰上はない。

盛崎 高取引法の精神からいかなのじやないか。

有吉 相対で個人的に支店長に……。企業主とあつて一〇〇円か二〇〇円か、どつちが妥当かあからん。そうすると、支店長が個人で株の売買の指導をしちやいかんということだけしきやないだらうね。

盛崎 例の商法競業禁止規定がある。会社と同じような事業をしてはいかん。銀行の支店長は導入預金をやったり、浮き貸しをやったりしてはいかん。商法の競業規定がある。会社の商品を個人で売ったらいかんとか。

坂野 今度入れます、法制局がうまく通らんのです。

有吉 どういうふうに入れるだらう。

坂野 今度、とにかく、

役員を懲罰取引も、証券会社に勤める人は懲罰的だやっちやいかん。

有吉 書くのはそれしかない。

前川 他人名義であかりつこない。

坂野 それはあからん。

塩崎 証券の売買は証券会社がやるべきで、その代わり償するかもしれん。

中込 個人もできる

坂野 憲法論もある。証券会社と商取引類似なものはない。

前川 昔、官定服務規律というものがあつた。

塩崎 会社の重役に対して、競業をなせ禁止しておるか。被害が出るからで、

会社を全部くって自分の懐に入れてしまう。損したやつは会社の方へつけて、も

うかつたものは自分のふところへ入れてしまう。

中込 会社に不利益を及ぼしたというやつで、その場合会社は全然やらないと

は書いてない、会社負担になるものは損を及ぼすおそれがある。

塩崎 会社と誤認して相手方が不利をこうむる、競業禁止規定は税でいつもやる

のはどつちの所帯だという前題がある。そのときに競争禁止で会社ですと税で封  
つて行って送げるが、個人がやったのは逃がさんというわけだ。

中込 証券会社で役職が会社に損を与えたらできる。

塩崎 売れを業としておれば免許を要する。

中込 業としてやっちやいかん。

塩崎 継続してやれば業めたいになる。損はこつち入つて、益はこつちとい

うのは取締らなければならん。大阪で調査官に皆言う、それは赤字ですと。

酒造 からざら出てくる。

長野 支店長はよそからもつて来ないで中から、株式本部長のごさげんをとっ

て、安い株式を回してもらっているよ。

塩崎 どういう取締りがあるか。

前川 口頭で怒るよりほかない。

塩崎 とてもこたえん。

前川 これを徹底的にやろうとすればいくら役人がおつても足りない。

塩崎 原因探宐して、そのときの相場考えて。

坂野 会社の中でも赤字になつたら取締るようになった。

塩崎

中心

塩崎

坂野 だいがボロが出て来て、いんどん役員でも相当職になつています。会社が赤字になつてからは会社で許さなくなつた。

塩崎

坂野

有言

塩崎

有言

塩崎 証券界の意識と証券業者の意識が大分違う。

中込 組織化されたのは本当に少数で……

前川 銀行は多年のやがましい……信用が落ちかもし知れん。

塩崎 銀行は潰れたやつがいつの間にかなくなるといつたわたいへんなことだ。

前川 証券事故は少なくなつたか。

塩崎 ひじょうに多い。だんだん累積して増えたよ。

塩崎 大型オープンはどう決まりましたか。

有吉 割にいい。

坂野 まだね。

塩崎 大手になんかいえば……

前川 日英授信とか、これはどうですか。えらい損したことはないようだが。

坂野 アドバイスだけやっておくので、本当に株を売り買いかどうか。

有吉 [REDACTED] が売り買いか。ジャパン・フアンドは日英授信はただアドバ

イスで。

前川 日英授信も。

坂野 あれは [REDACTED]

塩崎 ADRで返還になって。

坂野 こちらに貯めてある株を払い出し解除する。

塩崎 ちよつと前……一番景気によかつた頃かなぬ。

有吉

前川 三五年終りから三六年初め、えらい景気だった。

坂野 三六年夏まで

前川 贈與が六〇〇〇億ぐらいはいちやうで、

盛崎 三六年一杯は九〇〇〇億、四〇〇〇億から九〇〇〇億、まだまだ小学校  
ぐらいかな。

中込 中小証券がいろいろ問題が起きてだんだん大きくなってきた。

有吉 今はどうなんだろう、大蔵省発表によると毎日のように濃縮しているじや  
ないか。

前川 産用問題は起つていないでしょう。一、二万何千人

坂野 そう、若い人が売れて行く。

前川 全体が景気がいいから、全体が景気が悪かったら問題だ。

岡野 セールスマンがね。

坂野 一年に一万五千人

有吉 優秀なやつから先に辞める。

塩崎 有吉さんの時代は下り坂でもまだよかったです。今がいちばん悪い。

坂野 前よりは悪いですけれども、そのちよつと前です。一番よかったですのは、

三六年、暮はよくなかった。

有吉 大変だ。

坂野 三七年の暮も大変だ。南方一ニコロすれすれだった。

塩崎 その頃から一ニコロ円を割った。

中込 十二月はちよつと上った。

塩崎 三六年に一、五四八円、春から夏にかけて相当高かった。三八年は高くて、

中込 三六年一月三日は一、三五四、三七 三八年一月三日は一、三二六、

二一。

有吉 三七年はひどかった。三七年一月一九日は一、四三一、五七。二月二八日は一、四二マ、四三三に突った。

坂野 簡保をやつたのはあれがそもそも初めで、三六年暮じやないか。郵政省に頼んでやってもらつた。

前川 三六年一月二一日簡保資金の短期資金運用として利付金融債三〇億円、  
三六 株が悪くなると公社債公社債育成候もと過ぎれば株価がよくなくなると忘  
ている。

有吉 それは典型的なことだよ。好い調子になると、テコでも動かん。税金対  
策がどうでしょう。調子の好いときは何も聞かしてやせん。ずらつと来るとあわて  
る。しゃくにさがるなめ。

遠藤 困つたものだなめ。資本市場と大分違う。

有吉 悪くなったときにはもうたが過ぎちやつたと思つて何も相手にしない。

塩崎 利益もないから。

有吉 結局何とかしなければならぬ。悪いときには主税局、わるいときは全然  
そういう話はしない。あれだけに投機的だ。そういう法律で強制されてはかな  
らぬ。

前川 今国会でどうかい、出てから……

坂野 大丈夫です。小さい業者はやってくるかも知れぬ。

塩崎 もう少し今度少々やかましく言わなければいかぬ。

坂野 三年後に本当の発表というときは……

有吉 大変だなあ。

坂野 今とあまり愛らん、三年たったって。

塩崎 三年で愛りそうもない。

有吉 今だから三年先は何とかなるだろうというけれども、そのときの……

塩崎 大分整理、倒産があつて、大分冷たい水に入つて、愛るんじゃないか。

有吉 まだ五〇〇〇いくつある。

坂野 五三〇

有吉 潰れたのは四〇〇くらいだろう。皆免許を与えたから容易なことじゃない。特銀課長のときに信用金庫とか免許を与えた。信用金庫には大蔵大臣の免許を与えるから……あれは容易じゃない。さっきの話じゃないけれども、七月頃から一〇月一日に市場を休めると、こんな短い時間だ。

坂野 もうひとつ、最近銀行からどんどん人が入ってきて役員を出す。金を出す、そこまではない。監督をどうするかという向題が違まん。

藤崎 抱き合いの中で人を出す。

坂野 人を出したって、金を出したってもうからん。

藤崎 いずれよくなるだろう。

坂野 株式の売買をどうやって、どうもうけるということは全然わからん。

藤崎 将来良くならなければ、証券局ができた意味もない。

坂野 たん巻えまくなるのは、取引が活発に増つて手数料がたぐさく入れは…

塩崎 将来の収益を買っておる

坂野 株式の売買とか現実のやり方については全然没つていない。

塩崎 だんだん近代化して、手巻りを止めさせる。

坂野 それやらなければ同じことですよ。

塩崎 証券会社の手巻りを止めさせることだ。

有吉 ベースアップして下さいということになる。

塩崎 あれがどれだけ買っておるかよくわからん。あのあたりがしまつちやう

猜疑の念をもってみれば、猜疑の念で見られる。信用していくほかない。

坂野 証券会社のいうブローカーというのはお客さんとの売買をやるブローカーで、取引所と売買することがディーラーで、全然関係が違ふ。さっき部長がおっしゃったようなお客との間には何も取引所が入らない。

有吉 価格形成の場合、それが大切ですよ。

塩崎 元本保証とか、保険とか大分違うなあ。

中込 将来の方向としてドイツ式になるか銀行が資本市場に手を出して

前川 そのままでいい。またデパート論だるう。……

中込 下取り方式でもない。

塩崎 銀行が大分入りこんで

前川 今のままで免許制にする。

塩崎 体制だけだ

塩崎 一ぺんでき上ったら強いだろ。経済的実力は銀行が入って来るかも知

れない。

前川 ドイツ式に銀行の株式部市場部にするのはいかん、正史的事実だ。革命的なことをやらん限り、どうやらやら必ず少くなるというめどもない。

塩崎 老練信用があるから、店舗の数はドイツに比べて銀行がたんぜん多い。

大森も便利だ。銀行で社債を賣つてくるといふのは、考えてみれば証券会社の

店舗はいくらもないからだ――。

有吉　　そういう義論は永年……。

前川　ではこのへんでありますがとうございまして。