

昭和56年1月14日

昭和48～49年の証券局行政

元証券局長 高橋英明氏

出席者

元証券局長

高橋英明

元同局総務課長

渡辺豊樹

財政史顧問

舟山正吉

協力者

古橋幹男

高橋 私が証券局長になつたのは昭和48年の6月で、49年の6月まで1年間やつたわけです。それで、やめるときにどういう感じを持ったかという、殖産事件で始まって熱学事件で終わったという、そういう印象でした。

前任者は坂野氏で、ぼくが内示を受けた日だつたと思うが、家へ帰っていたら坂野さんから電話がかかってくる、「えらいことが起きたよ」と言うから、「何だい」と言ったら、「職員が引つ張られた」と言う。それで「どういうことだい」ときいたら、「殖産住宅事件というのがあるんだよ」というわけです。とにかく、初めて行く局でその前日の晩に職員が逮捕されるということで、証券局長が始まった。

それから、2、3日あいさつ回りをして、29日に取引所との懇談会というのがあった。これは毎月1回やることになっていた。証券局からは私と審議官と総務課長等が出席し、取引所からは森永さん（理事長）や、副理事長、専務理事といった人達が出席して懇談する。それまでに、その殖産住宅にからむ不祥事件で取引所の職員も引つ張られていた。「どうして、こういうことになるのか」と訊ねたら、新規上場の親引けという制度があるという……

渡辺 そうですね、御祝儀株ですね。

高橋 その制度でうまくやると、リスクなしに面白い位もうけられる仕組みになつていくわけだ。ぼくは素人の証券局長だが、取引所にも証券局にも犠牲者が出るような制度はおかしいのじゃないかということで、その席で「親引け制度なんてやめたらどうか」と言ったら、取引所の方が「それはできない」と言う。「なぜできないんだ」ときいたら「4社が反対します」と言う。4社が反対するからできないなんて、そんなばかなことはあるかと言って、それでやめさせた。

渡辺 親引けというのは、要するに企業が新規に証券を発行する、つまり時価発行増資なんかのときに、親である発行会社が新株を――これは本当は公募だからだれでも募集に応募することができるわけなんだけれども、ひもつきで割り当ててしまう、それを親引けというわけです。だから、大抵新規上場のときなんかは、上場する前に増資をする。そうすると、そのときは上場すると途端に株価が上がるから、いわゆる親引けで株式を取得した人は、公開上場した後に株価が上がるので……

高橋 確実にもうかるんだね。

渡辺 という仕組みがあつたということですね。

高橋 それで、その親引けを減らしたのかな、やめさせたのかな——ずつと減つたのかな。

それともう一つ、上場した日に、御祝儀相場みたいに、千円の評価で割り当てていたものが、わあつといつて1日だけで2千円ぐらいの値がつく。だから、とにかく1万株持つてると1千万円黙つててもうかつてしまうというような制度なんだ。それでたしかぼくは、そういう上場した日の値が飛んである程度以上になつたらもう取引停止にしろということまでした。3割だつたか、2割だつたか。

とにかく、証券局長になつてぼくがやつた最初の仕事はそれだつた。だけど、業界からは非常に抵抗があつた。

渡辺 これは私も細かいことになるによくわからないんですけども、ここにある「証券局年報」49年版の25ページというところに、「株式公開制度運用の改善」という項目があつて、要するに、株式公開制度の運用方針というものを改めさせたわけなんで、これは取引所がやるわけですからね、それを取引所にさせたわけであつて、それはいま高橋さんがおつしやつた6月の殖産住宅事件をきっかけとして、高橋証券局長の強烈な指導で取引所をしてさせたというわけですね。細かいことはいろいろありますけれども、たとえば——たしか親引け全廃は無理なんで、少し減らしていくとか、それから、初め値という、上場したときに1番最初に決まる値段の決定方法に関してもルールをつくらせるとかいうのは、細かくいろいろ規定されてますけれども、おつしやるとおり6月の1番最初の……。

高橋 最初の仕事はこれだつた。およそこれは、ぼくが素人だからできたんだと思う。なまじ前々から証券局におつたりすれば、そういう制度はおかしいんだなどとは思わなかつたろうと思う。ぼくは証券局に初めて来たから妙なことがあるもんだと思つて、やめさせることになつたのだと思う。

それで、そういう整理をした後、国会の金融証券小委員会が開かれて、平林剛議員に「おまえ、そんな新規上場の親引けや価格を制限したつて、そんなものうまく守られるはずはないぞ」なんて毒づかれて、「いや、そんなことはない、わたしはやらせると言つたらやらせます」とやり合つたことを覚えている。

渡辺 そうですね。6月ですか、あの事件が。で、7月17日に東京証券取引所が「株式公開制度の運用方針について」というのを理事会で決定して、規則の改正を行つたのが10月ですね。

高橋 だから、そのぐらいかかった大変な問題だったんです。

それから、そのころ一方で商法改正の問題があった。商法改正は、監査を強化する点と、企業会計原則を改正することの2点だった。これにも相当てこずらされたおぼえがある。公認会計士と税理士のけんかなどもあつて、（これはいまだにやつてるけども）自民党でも税理士派と公認会計士派があつて大変だった。これは余り細かいことは記憶にないけれども。

それから会計規則の方では、いろんな準備金とか引当金を整理したのはこのときですよ。

それから、あのころ外貨債券の評価方法が取得原価方式とか、決算期方式とか、勝手気ままに右へ行ったり左へ行ったりというような評価ができた。それで利益隠しに使われたり、あるいは逆に配当できなくなるときは利益吐き出しの用に利用されるようになって、社会党の阿部助哉先生が予算委員会で取り上げたことがある。われわれも、あるときは低価法をとり、あるときは原価法をとるというようなことがあるのはおかしいというので、それを直した。これは主税局と連絡とつた上でのことだが、ぼくのときに決まった方式でその後ずっと外貨債券の評価をするようになった。

それから、48年の10月というのは第4次中東戦争が起きたときでしょう。それでいわゆる石油パニックになつて、例の狂乱物価——トイレットペーパーなんかがなくなつたのは49年の春でしょう。

水野 はい、その直前のきつかけに……

高橋 だから、そのころは証券局はわりあい平穏だったが、超過利得税を取ろうとか取るまいとかいうような話があつた。それで証券局としての問題は、配当の高いのはけしからぬというような話で、当時永大産業が5割配当をやつておつた。そんな5割も配当させるのはけしからんなんていうようなことがあつて、配当を制限しろというような動きがあつたりしたが、そんなことはできないと言つて突っぱねたことを覚えている。結局あれは会社臨時特別税法というので、2年間の時限立法で、法人税に上乗せして税金を取るというのが通つた。証券局としては、配当が5割もあるのはけしからんと言われただけにとどまつて、配当を特別規制するなどということはしなかつた。

それから、当時、田中総理はわりと証券に関心の深い人で、吉本秘書官を通じて総理メモというのが2度ぐらい来た。それには、取引所の機械化を進めろというのがあつた。大阪、名古屋以外はもう論外だが、大阪だつて独立でいるのはおかしいというので、機

械化して全国を1本にしてやれという。さらに、取引所を1部、2部、3部に分けて、1部が資本金百億以上で、2部が50億で、3部が10億以下というふうにして運営せよと云う。それから当時の問題としては、個人株主の比率が32~33%かもうちよつと下まで下がっていた。それで、証券民主化というのは個人株主をふやすことだ。だから証券局長は個人株主をふやすように税法で優遇しろと言われた。税法で優遇するというのはどういうことかということ、当時1銘柄配当5万円までは申告不要だったがそれを10万円まで引き上げろということだった。だけどぼくのときにはたしか10万円までは上がらなかったと思うが……

渡辺 いや、やつぱり上げてますね。

高橋 ぼくが5万から10万に上げたかい？

渡辺 49年分の所得税から適用ですからね、だから48年の……

高橋 じゃ上げたんだな。いや、ぼくは上げたような記憶がないんだけどね。

舟山 田中総理からは書面で言ってくるのかな。

高橋 「メモ」つていうんですね。メモを秘書官を通じて渡してくるんですよ。

渡辺 私もお供して官邸の総理大臣のところにあいさつに……

高橋 執務室へ行つてね。

渡辺 それで説明されると「わかった、わかった」つて言うんだ。

水野 大阪の取引所のことも「わかった、わかった」でございますか、大阪の市場は要らない、機械化という……

高橋 説明するとわかってくれる。それはいますぐはできないとかなんとか言うよ。

渡辺 でも、何か一遍説明されて、「わかった」と言われて、またメモが来たですね。

高橋 たしか同じようなメモが2回来た。

渡辺 何かやつぱり自己資本比率を上げろとかいう……

高橋 そうそう、自己資本比率を上げろとかね。

それから、そのころぼくがやったことで、よかつたなと思つていることは、日銀のオペレーションというのがあるでしょう、日銀のオペレーションのときに証券会社も対象にしてくれと頼んで、日本銀行が証券会社の大々的に買いオペをやってくれたことです。これはたしか49年の1月か2月、百億オーダーぐらいの買いオペをやってくれたと思う。それでぼくは証券会社から非常に感謝された覚えがある。それまでは日銀のオペレーションの対象には銀行しかしてなかったからね。昔ちよつと証券会社がやつてもら

つたことあつたけど、その後、とだえてずっとやってくれなかつた。それでぼくはやっぱ、オペレーションというのは広い意味の金融界全体にやらなきやおかしいじゃないか、資本市場だつてということで、当時の中川幸次さんが営業局長で、政策担当理事が中村進さんだつたが、2人に話をして、それでやつてもらつた。それがその後どうなってるか知りません。ぼくが証券局長のときは、証券会社も当然オペレーションの対象になつていましたが。

それから、証券市場では、いろんなことが4社のほぼ寡占にあるわけだが、それがあんまり気に食わなかつたので、何とか是正しようと思つて、国債の引き受けシ団に新日本と勸角とを49年の3月から加えたんです。これもかなり画期的なことで、4社にあらざるば人にあらざうといううなところへ、新日本と勸角をシ団の幹事に組み入れたのだから。それと、そのころは国債というのは、ほとんどごく少量しか取引されてないで、国債の価格はその幹事が理財局の意見を聞いて決めていた。

渡辺 市場価格を……

高橋 いや、いまはどうか知らんけど、当時はそういうことだつた。

水野 このごろは言つても聞いてくれないです。

高橋 だけど、本当に国債の市場価格とは何だというと、そういうのが市場価格だつた。

渡辺 それは、大分長い間その後も続いてたですね。

水野 いや、このときをきつかけに変わつてきたんじゃないでしょうか、方向としてはついに。

渡辺 あのときはまだだめですね。要するに、動かすときには必ず証券局の流通市場課に言つてきて、流通市場課が理財局にお伺いを……

高橋 理財局に「いかがですか」つて、それで決めておつたんだから。それをやれるうになつたんだよ、勸角も、新日本も。

それがだから1月、2月、3月ごろでしょう。それから、もうそろそろ日本熱学事件というのに入るよね。

あれは、日本熱学という会社があつて、コイン式のエアコンが爆発的に売れていたが、それが公募増資を何回か繰り返して、とにかく倍、倍、倍と資本金がふえていつて、そして2部上場して、1部に指定がえになつた途端につぶれた。それでぼくらが怒られた。1部に指定がえになつて2週間ぐらゐで倒産ということになつたものだから、結果的に取引所や証券局が世間を欺いた共犯者であるというわけ。それで、とにかく国会ではさ

んざん怒られたし、特に、イギリスのファンドが——大阪のナショナル証券を通じてその株を買っておつた。そして、忘れもしないけど、ぼくは国会に呼び出されて、社会党の稲葉誠一議員から「外国の投資家にこんな紙みたいな株式を持たせて知らぬ顔というのは、まさに国辱ものであり、国際的にもけしからぬ行為である」と質問された。それでぼくはそのときに、「それは聞こえませぬ、いやしくもイギリスの投資会社であるならば玄人ではありませんか。玄人が日本の株を買って、買った瞬間にそれがペアになったからといって、それを「国辱」だとか「国際的に迷惑かける」とか言うのはおかしいのではないですか、そういう理論は成り立たぬ」と答えたら、稲葉誠一議員も「それはそうだ」と言つて質問をやめた。

水野 怒らなかつたですか。

高橋 うん。いやしくも素人をだましたのではない。これは向こうのプロがはるばる日本の株を買って、買った瞬間にペアになったからといって、そのおしりを持つてくるというのはおかしいじゃないかと言つたら、「それはそうだ」と言つて、質問の二の矢がなかつた。ぼくはこれ、国会答弁の中で最も痛快な答弁だと思つて覚えている。あれは公募増資だつたね。公募を何回もやつていつて、増資して倒産したんではなかつたかな。

渡辺 そうですね。

高橋 それで、その公募で思い出したけど、総理メモにこれもあつたが、公募で得たプレミアムを5年以内に株主に還元せよというのがあつた。これはもつともな話なんで、公募で得たプレミアムが会社のものである、しかもただのものであるといつて、じつとしておるのはけしからぬ、これを、5年以内に株主に還元せよということだつた。それで、たしか公募増資のルールをつくらせた。公募をやるときに、前回のプレミアムが2割以上株主に還元されていない場合には次の公募はできませんというような、たしかそういうルールをつくらせた。これみんな証券会社の話で、こつちの通達でやる話じゃない。たしかプレミアムについてはそういうことで、次回の公募をやるのには最低2割だつたか、還元していなければならぬというようなルールをつくらせたと思う。

渡辺 いや、それは48年の10月にそういう申し合わせをやらせているわけですね。

高橋 させてると思うよ、利益還元ということ。それ、数字出ている？

渡辺 数字は——これは48年10月の前からもう始まつていつたわけで、一応すでに48年の2月にそういう自主ルールがあつたんですね。

高橋 自主ルールがあつたでしょう、それを強化したでしょう、たしか。

渡辺 それを48年の5月に強化させたわけですね。それで数字までは……

高橋 2割ぐらいじゃなかったかな、何かそういう数字が記憶の底に残ってるのだけども。

渡辺 数字まではそこではいつてないですね。その後さらに48年10月にまた自主申し合わせが行われて、それは増資プレミアムが5年程度で全額資本金に組み入れられることを期待するというふうなことですね。

高橋 これは、だから総理メモが生きたわけで5年以内でやれということになった。

この、いわゆる時価発行が盛んになったときに、物すごく生保業界が怒って、大げんかになった。あれはいまだに続いているんだろうね。

水野 いまだに続いています。

渡辺 時価発行増資のプレミアムの関連は、その後やはり49年に入つて4月にまたその自主申し合わせを強化して、本当に5年で還元するという申し合わせに最終的になったですね。

高橋 ぼくが1年間でやったことというのはトピック的に言うところなのだったろう。

それから、また、一つ苦労した話は毎日新聞社の有価証券報告書だ。新聞社というのは大体みんな株を公開してない。だから、有価証券報告書とか届出書を提出する義務はない。ところが、毎日新聞だけは昭和20年代に組合員に株を持たせ、しかも増資をしたために、50人以上の増資のときは有価証券届出書を出さなきゃならぬというのに該当して、それ以来毎年有価証券報告書を出さなければならないことになった。そうすると、あらゆる新聞社の中で詳細な有価証券報告書を出しているのは毎日新聞だけになつて、全く不公平なことになる。ほかの新聞社は全然出していないのに、毎日だけは全部オープンになつてしまい、紙のストックがいくらあるとか、労務費は幾らだのということが全部わかってしまう。だんだん業況が悪くなつて、何とかこれらを出さんで済むようにできないかということをお願いされて、非常に困つた。ぼくも非常に気の毒に思つた。

あれだけ熾烈な競争をやつてるのに、毎日だけは無防備というか、全部あからさまに数字を每期每期発表する。ほかのところは全然発表しないでやっている。何とかならんかなと一生懸命検討したけれど、どうにもならなくて、それで政令とか何かの段階にある部分で簡単に科目をくくれるようなことにした記憶がある。

新聞というのは本当におかしいんで、あの大新聞社が全然公開していないんだ。

古橋 いまは条件がありまして、たしか途中でやめられるようにしました。

高橋 やめられるのかい。

古橋 はい。

高橋 毎日のはまってるかい？

古橋 まあ、その教訓があつたからじゃないかと思いますが。

高橋 とにかく気の毒だつた。社員全部に株を持たしたばかりに、あゝいうことになつてしまつた。ずいぶん勉強したけど、特別扱いはできなかった。

渡辺 むずかしかつたですね。

古橋 途中でやめる規定はなかつたんですね。

水野 続いちやうんですね。

高橋 後は何があつたろうな……。ぼくが行く前に起きてた事件で協同飼料事件というのがあつた。それで、それが監理ポストに入っていたのを普通のポストへ戻してくれといわれて大変苦勞したし、陳情も受けた。協同飼料事件というのはぼくが行く前に起きた事件で、株価操作をやつたということで、証券会社や関係者が皆告発されていた……。

渡辺 そうです。協同飼料は起訴されたわけですね。

高橋 それが監理ポストへ入つておつて、もういいかげん解除してくれ、というような話があつたわけだ。

何か1年間のことを思い出すとこんなことではなかつたろうか。もつと何かありましたかね。

渡辺 やはりあの1年間というのは、金融引き締め時代だつたわけですね。だから金融引き締めが行われていましたから……

高橋 株価が暴騰するというような、そういう悩みはなかつた。

渡辺 要するに発行市場サイドでもその量的調整をしなければならないというんで、その起債について自主調整をやつたんですけども。

高橋 起債の調整は物すごい仕事だつた。特に電力債。あの48年は物価が2割も上がり、金融引き締めになつて、量的調整も行われ、金利も公定歩合がたしか9%になつたりで締めておつたものだから、起債調整が大きな問題となり、その中で電力債をいかに確保するかということが大事な問題だつた。それで、ぼくは自分の個人的な感触から、非常にプロ電力的な裁定を下した覚えがある。大体、鉄鋼などは後回しにしようというので、鉄屋さん以下には恨まれた。何しろ電力債だけは確保しようというので、例の起債懇談会等へ陰でかなりプレッシャーをかけたような覚えがある。

渡辺 表向きはあくまでも公社債の発行ですから、起債関係者が自主的に調整を行うということではあるわけですね。だけど実際には……

高橋 自主的には定まらないんだ。

渡辺 アンダーライターも決めかねる……

高橋 つまり4社が争うし、後ろには、それぞれ銀行がついているから、結局誰もが引込まないわけだ。予算の分捕りと同じだから、結局われわれの処に来てしまう。

渡辺 そうですね、結局興銀がいろいろ表などをつくって持ってきて、それからあと日銀と相談したりして大体決めていくという……

高橋 大体日銀とはよく連絡とついていたね、あのころは。

渡辺 それがおりにいつて、結局、自主調整ということですから、事実はいろいろかなり大変だったですね。

水野 オペに入れていただいたのもこのときですが、確かに非常に感謝していましたですね。

高橋 そうそう、日証金に担保金融の資金を増額したこともあった。

渡辺 それともう1つは、やはりあのときは公定歩合も上がつていったわけですから、国債も含めて公社債の発行条件が上がっていくわけで、上がっていくときに、前は常に国債などは上がり方が低目低目であつたのを、大分当時の理財局ともやつていただいて…

高橋 そう、市場の実勢とあまり乖離のない発行条件で行うようにした。

渡辺 大分あのころから少しずつよくなってきたというか……

高橋 市場を尊重するようになっていった。

渡辺 そういう萌芽はあのときからあらわれていたんじゃないかと思うんですね。

高橋 あのころから市場を尊重せよと言って、かなり近づいたはずだ。

渡辺 あのころ、理財局総務課長が福島量一さんで、理財局長が竹内さんだったんですが、よく局長同士で話し合われて、あとは総務課長とやつてこいというんで、ぼくはずいぶん話に行つたことがありますけども。

高橋 その点はどうもいつてた。理財局とも日銀ともうまいつてた。

渡辺 ああいう引き締め時の引き上げというのは、本当はいろいろとむずかしいことが多いんですけども、まあまあ比較的うまくいきましたけども。

あと、当時トピックというか、本来証券局マターでもないんだけど、大蔵省が大分

世間をにぎわした問題で、当時水野理財局国庫課長だったですな……

高橋 金券問題というのがあった。1円玉をバケツに回収して、記者会見をやったりした。

でつり銭の1円玉が足らなくて1円という金券を発行することになった。特に九州がひどかったようだ。それで、その金券の性質は何ぞやということになり、これは有価証券なのか紙幣類似かというようなことで、理財局と証券局で大騒ぎになつて、そのうち机の引き出しの中にある1円玉を出してくればこういう問題は起きないんだと言つて、大蔵省で1円玉回収運動というのをやつた。

あのときはあなたが……

渡辺 当時の水野国庫課長が商品券だとか言い出してね。

水野 商品券でございましたら証券局の仕事なんです。それから、金券類似のものでと理財局の仕事なんです。で、商品券で取り締まりしてくれないかとかね。

高橋 だけど、あの問題、あつという間に消えたのはどういうわけだったのだろう。1円玉を別に増産したわけじゃないだろう。

水野 実はあのときに本当に足りなかつたのは10円なんでございます。10円が火を吹くおそれがございまして、10円をどんどんつくつて1円をつくらなかつたわけですね。そのうちに10円の方はだんだん埋まつてまいりまして、それで1円の方にも手が回るようになりましたのが1つでございます。

それからもう1つは、スーパーが100円以上のものでは1円の端数をつけるのをやめただけでございまして、それまでは199円とか129円とかいうのをつけましたけども、100円以上のもので1円引いたつてしょうがないじゃないか、上か下かに寄せるということで、5円と10円にして、100円未満のやつは90幾円とか70幾円らというのがございます。それをやめただけでずいぶん違います。

高橋 あれこそ一過性の問題だったね。何かあつという間に、大蔵省でバケツで集めたらおさまつちやつたね。

水野 そうなんですよ、あれはわからないですね。

高橋 変な話だよ、本当に。

渡辺 でもあれは国会でも何か言われたり、当時愛知大蔵大臣で、大臣室まであの話が上がつていったですね。

水野 大臣室に呼びつけられて、何で足りないんだ、どこかにあるはずだからひねり出せとか、ずいぶんやられましたけど、ないんですね。集まつてこなかつたんですが。

高橋 あと何があつたらうな。

水野 時価発行や何かの発行市場の問題が非常に盛んなときで、発行市場だの何かが非常に問題があるというよりも、その前から盛んになってきたところにもつてきて、そこら辺で大変な時代だつたと思いますですね。金利が上がつちやいますので、しかもやらなければいけないという……

高橋 それから、そのころから例の海外の引き受け問題というのでずいぶんけんかしたね。

銀行系統の現地法人と証券会社の現地法人が、日本企業が外国で起債する場合に、マネージャーだとかコ・マネージャーとか何かになるのに、証券業務に銀行が出るのはいかんとか何だとかいうのもあのころから始まつたね。それで、4社の中で山一が1番弱かつたのかな。ある企業が外国で起債するときに、銀行系の現地法人をコ・マネージャーか何かにしたので、証券会社の中で、おまえが弱腰だからなんていうので怒られたことがあつた。結局そのころからいわゆる銀行の証券業務といいますか、引き受け業務的なことに、海の外ではいわゆる65条論争というもののけんかがあつたんです。そのころ、各都市銀行が外国のアンダーライターと一緒になつて、外国に引受会社をつくり始めた。そこで何か、銀行局と証券局との間で、申し合わせみたいな文章も交わしたことがあつたけど、あれどうなっているかな。

渡辺 それは銀行局と証券局だけじゃちよつとぐあいが悪いというので、国際金融局も入つて、3局での覚書があるんですね。それはあのときにつくつて、ずっとまだ今日まで生きているんですね。ただ、ところどころ少し運用面では緩和されてる部分が……

高橋 お互いに出ていつてるからね。証券が金融業務をやつたり、野村証券のブラッセルの現地法人が金融をやり出したとか、いろんなことがあつて、どうなっているかいま覚えられないけど、あのころから、要するに金融の現実の国際化、外での国際化が起きていつたわけですね、国内の国際化じゃなくて。

渡辺 それまでは東銀と興銀ぐらいだつたのが、都銀がいろいろ現地のインベストメントバンクと合併で法人をつくつていつたわけですね。そこでさつきの山一の話というのは、富士銀行ですね。

高橋 そう富士銀行だ。これがたしか第1号だつたらう。それで山一はほかの3社から冷たい目で見られてしまつた。

渡辺 やはりあの時代に――その前から始まつていたわけですけども、さつき言つた発行市場と流通市場というのを有機的に結びつけていくために流通市場を整備していくと

か、店頭市場を整備するというようなことで、例の48年の9月に日本相互証券、いわゆるこれがPBでしょう。

高橋 そうそう、日本相互証券という会社をつくった。

渡辺 業者の間を仲介する公社債の売買なんですね。日本相互証券というのを48年の9月につくつてるわけですね。これは要するに、中小証券が自力ではなかなか相手を見つけて公社債を売買できないので、そこを証券会社でつくった日本相互証券が間に入つて、いわば証券会社が一種の市場的な機能を果たすということで認められたわけですね。これはいまでも機能していますね。

高橋 それから、それに類するようなことでは48年7月に証券業協会の法人格が変わつて、認可証を渡したことがある。任意法人だったのが証取法上の社団法人になつて、証券業協会が本当の一本立ちになつたのではなかつたかな。ぼくは瀬川さんと高柳さんが認可証をもらいに来たのを覚えている。それで全国一本化して証券業協会の基盤が固まつた筈だ。

渡辺 それから、さつきの増資についての自主的な申し合わせだけではなくて、公社債の引き受け、募集、それも正常な募集をすとかいうふうなことでの申し合わせもさせてるんですね。48年の8月にしてるわけです。これは、当時は、やはり市場の実勢に応じた発行条件にはなつていなかったわけですから、決まり文句である「実勢に応じた発行条件を決定する」というようなことがまず冒頭にあるわけですがけれども、同時にやはり新発債が売りにくいものですから、抱き合わせ販売みたいな、いろいろやつていたんですね。かなりそこを正常化しなければいけない、投げ売りもいかぬ、それが市場を崩すからというふうなことで……

当時はまだまだ――公社債と株式とが逆転したのは49年だつたかな、もうちよつと後だつたかな……。要するに、いまの非常に大きい公社債市場の規模になる萌芽というのが、つまりあのときは大量発行になる前夜だつたわけですね。だから、そのときにそういう基盤づくりというのが、この48年の夏以降徐々に行われているということが言えるんじゃないでしょうか。ただ、本当は金融が緩んで条件が下がっていくときだつたらもつとそれがやりやすかつたんでしょうけども、逆にむしろ引き締めのところに行つちやつて量的調整をしなきやならぬということになつたんで、そこは期待どおりになかなかできなかったんですけれども。

高橋 あれはまた妙なことに、シ団の手数料は、とにかく証券会社が1割以上売ると手数

料は相対的に減るような仕組みになっていた。

渡辺 いや、それはいまも……

水野 現在でもそうなんです。

高橋 ああ、そうか。売れば売るほど損するというか、相対的にもうからぬような仕組み
なっておったので、それも直してくれなどと言ったけどきいて貰えなかった。

渡辺 国債の利率はクーポンの故か、前は六分半とかなんとかいうように引き上げるとき
に刻みが大きかったでしょう。

水野 0.5でやってたんです。

渡辺 たしかその刻みをあのころ少し小さくしたよ、25というのが生まれたのが……

水野 25より——たしかそのときかどのときかはつきりしないんですけど、ともかく0.1
刻みでも構わないと……それが市場実勢に近づけるゆえんだと、0.5というのはどうし
ても高いという議論があつたですね。

渡辺 それは理財局マターではあるんですけどもね。大分理財局と議論して、やるべき
じゃないかということ……

高橋 そういうこともあつたね。

渡辺 だからそれもやはり、かなり48年のあのときというのは、そういう意味では今日の
布石というか、あるいは公社債市場というものを正常化していく第一歩というのは、ま
あまあそういう意味ではおやりになつたんじゃないかとぼくは思いますけどね。

高橋 そう、利率を0.5刻みにすることにこだわることはないじゃないかと申し入れたこと
はある。

水野 理財局にしますと、上げるのに、0.5も上げるまでは待てばいいという時間がかせ
げますものね。それを0.1にされちやうとしよつちゆう上げなきやいけない。実際はそ
ういう問題がございました。

高橋 ただ、ぼくはあのころ竹内理財局長とは非常に話しやすかつたので、何でも話し合
うことができた。それと、こつちが素人だつたということはある意味では強みだつた。

渡辺 そうなんですね。そう言うと大変失礼な言い方になりますけどね。

高橋 本当に常識でいこうということでやっていたから。

渡辺 証券局の経験が長いとどうしても株式サイドの方に頭がいつちやうのが、むしろそ
こはわからないからということで……

高橋 ぼくはだからいま思い出してみても、株価がどうだつたなどということは全然思い

出さない。株が加熱したときはいろんな制限をしなければならないけれど、たしかそういうことはなかったように思う。

渡辺 まあなかったことはないと思いますけれども、取引所に任しちやうというふうな感じで……

高橋 株価について悩んだことはあんまりなかった。

渡辺 そうですね。株価はその前にすごく上がつちやつたものですから。でも、あのときもまだ相当上がつてはきましたけど、あんまり株価のことを気にされなかったから。

高橋 それよりもむしろ出来高が不足してきて、取引所の赤字問題の方がぼくは記憶に残っている。あまり出来高が多なくて、それで取引所が赤字になつたんじゃないかな。

渡辺 そうですね出来高がふえていたのが少し減り始めてきちやつたんですね。

高橋 減り始めて、平均して予算を組んでいたほどできないということで、何か赤字になりそうとかいうことになつた。それで株の手数料改定をやつた筈だ。証券会社が払う手数料をたしか改訂したよ。

渡辺 委託手数料ですか。

水野 取引所に対する手数料は……

高橋 何か手数料をね。

水野 たしかそれをおやりになつた翌年に、今度は証券会社の取る手数料を上げてるんです。

高橋 とにかく取引所が赤字になつて、手数料を直した覚えがあるよ。

水野 業者から取引所に行く出来高払いと、それから、パーヘッドの手数料のうちの出来高払いの方をおやりになつたような……

高橋 何か上げたような記憶があるが……

渡辺 高橋証券局長のときに水野君は証券局の参事官から理財局の国庫課長に……

水野 そうでございます。

渡辺 だからそのときに、証券局に行つたときに証券取引審議会で公社債の特別委員会をつくつて……

水野 はい、48年の……

渡辺 それにうたわれていることをわりあい具体的に少しずつ実施してくるという時代に入つてきていた。

水野 あれはあんまり何もうたつてないんですよ。

渡辺 だけど、それに基づいてということに一応なつてますよ。そういう時代だったと思いますね。

外国証券の上場なんていうのは……

高橋 外国株式を上場しましたのが48年の12月か49年の1月ごろ。それで、初めて外国部をつくつて、取引所に外国株を上場するようになった。外国部といつても、ニューヨークの写真相場に過ぎないのではないかなどと言いながら始めたが、いまどうなっているかな、外国部というのは。

渡辺 いや、あるんですけど、だめでしょうね。

高橋 何かフランスの会社も来たし、FNCBとかも来たし、10ぐらいの銘柄を上場したのではなかったかな。

渡辺 しましたですね。やはり国際化時代に入るということで、かなりあのときには東証も御熱心だったんですね、森永理事長も。ですからある意味では、取引所にとっては非常に画期的なことであつたんですね。そのままさつぱり余り……

高橋 何しろ値がかさばるから、一般の日本の投資家にはなじみが薄くなる。しかし、やつぱりそういうときでも、野村が何かを引っ張つてくるとなると、それなら山一は何を引っ張つてくるといふふうに競争する。それで、みんなメンツというか、意地にかけて上場させておつた。

まあしかし、ぼくは1年間証券局長をやつて、証券会社とかあるいは株式市場とかに触れたんだけど、その後々まで問題として意識に残つたものというのは、やつぱり日本の株の、個人株主が少ないというか、法人株主が多いというか、あるいは持ち合い、持たれ合いが多いというか、そのことが結局日本の株式市場というものをゆがめておるし、それから何か変な株価ができるし、これはどうすればいいんだろうというような問題だ。非常に変な話だけれども、取引所には浮動株という基準があつて、五万株以下だつたか、一万株以下だつたか、その株主が何人以上いなきや上場廃止になるとか、1部から2部へ指定替えさせるとかいう基準があるのだが、その実態は、安定株主というか固定株主というかが大体どの企業にも9割ぐらいあつて、残りの1割ぐらいのところが動く株になつておつて、ちよつと売りが出ても、買いが出ても株価が大きく上下するという弊害があるというのが一つ。次に、お互いに法人同士で株を多く持ち合つておるから、あるA会社の重役というものはB会社の取締役会で決まるというような、極論すればそうい

う形になっておる点が二つ。これらの点が果たして証券市場や株式市場のためにいいことなのかどうなのかということは、いまだに私はわからない問題として残っている。安定株主というのと浮動株主というのと一体いかにあるべきなのかというようなことは本当に……

舟山 日本的なものですな。

高橋 日本的なものです。

舟山 あの乗っ取り事件とか買占め事件とかがやかましくなつて、実例が出てきたのはいつごろの話ですかね。それで、それに対する警戒心があつて、安定株主工作が……

高橋 これはその前に資本自由化があつたでしょう。そのときに、外資に乗っ取られちゃいかんというので、あらゆる企業が安定株主化工作というのをやつたんです。それが一番大きいんじゃないでしょうか。結局、いわゆる金融グループ同士で持ち合おうというような感じになつたのは、資本自由化を恐れてです。そのときに外資に乗っ取られちゃかなわないというようなことで、株主安定化工作というものを進めたんですね。だから、それは私が証券局に行く前ですね。

水野 昭和46年ぐらいですか。そのときに個人はもうけておるわけですか。株価がぐんぐん上がりましたから。

高橋 個人が手放していったわけですね。

水野 どんどん手放してくる。ところが、おつしやられましたように、個人が抜けちやうともう裏波がずうつと来ませんから、個人での場合。たしかあの時期に、新日鉄が62万ぐらいの株主がいたのが47万ぐらいに減っている。あつという間にですね。そしてその間に新日鉄の株価が2百円までいきまして、そこのところでもつて個人がどんどん売り払つていつてるわけですね。

高橋 これはしかし、本当に日本的な形であるし、本当におかしな問題ですね。それでしかも、グループの各社が5%ぐらいずつ持ちますからね。1社にすると多くないんですよ。1社が25%とか30%なんていうのはないんで、ただ、Aグループの会社を合わせるとそれが50%になる、60%になるということですからね、規制のしようがないですね。ドイツとか外国の商法になると、25%だつたか以上の株を持つと、それを超える分は議決権の行使はできないというように規定されています。ところが、日本ではそれもできないわけですよ。日本は1社は皆5%とか10%しか持つてないんですから。それがみんなひそかに集まって、今度は社長をあれにしようなんて決めるわけです。非常に変な話

なんですけれども、それが結局、日本で言う財界というものの成立基盤となつてい
るですね。財界とは何かというと、結局こういう持ち合いではないのかというふうには
分析しているんです。

水野 この間本を読んでおりましたら、金融寡占という言葉じゃなくて、金融多占とい
う言葉が出ていましたが、業界としては非常に力を持つてゐるけれども、いまおつしやられ
ましたように、個々は全然金になつていない。

高橋 そうそう、個々はほとんど力を持たない。だから、形式的には無力だけど実質的に
は有力だと、こういう話になつてしまう。

水野 それで、先ほどおつしやいました法人化の話は、新日鉄ではいま申し上げたように
大喜びしているわけですね。それまでは株主の平均がたしか千株にいつてないというこ
とですね。そうすると、千株主であつても、配当だの何かの手續に全部重要書類で送つ
たりなんかしますんで、千円もかかつちやうんで、コストの方は物すごくかかつてい
ますから、そのときは非常に乗つたということで大喜びしておりました。それと上場基
準とこういつた絡みの問題をどう考えているのか、かいもく見当がつかないんですけ
どね。

高橋 だから、上場基準だの何だのつていうのは本当なのかねつていうのは、形式的には
分散されておるけど、実質的には分散されてないという企業が大半なんですよ。

水野 上場基準があるものですから、それで一度は出してる。それで、市場に流れた後、
また個人が高くなるもので売つて、それは法人にはめ込むんです。また出してくれと、
こう言うわけです。

渡辺 そういうふうな状態では、あんまり安定してないと本当に買い占めの対象になつち
やつたり、実際にそういう危険性があるわけで、時価発行増資というのもそういう法人
化現象ですね。

高橋 そうそう、個人じやとつても買えないもの、あんな高いもの。時価発行があたりま
えになつてしまつたから。

渡辺 だから、証券局長になられて大分そこら辺の疑問を提出されて、増資の問題なんて
何回か議論をしたんで、いま中間発行増資か何かで議論になつたら、この間吉本君が言
つてたですね、平尾君があゝの当時の資本市場課長で、おれが資本市場課長のときに局長
の指示を受けてそういうのを勉強した資料からあるから、そういうのを読んだらとかな
んとか言われたと言つてましたけど。当時それで大分議論しましたね。

高橋 大分議論した。

渡辺 ただ、その前にもうすでに安定株主工作、それから時価発行増資がどんどん進んでいくつてというのが、その前にもういつちまつたものですからね。あるところまで来ちやつたということですかね。

高橋 それと、従来の株主割当増資のときは、証券会社は何もお金をもらえない。ところが時価発行をやると、幹事手数料というのがもらえる。それで証券会社は時価発行をやれやれというような面もあつたと思う。

渡辺 それはそうですね。

水野 株主割当増資のときに親引けがあつたんで、証券会社も手数料は要らないと。

渡辺 でも株主割当増資も、上場してからの普通の株主割当増資だつたら、株主へ行くわけだからね、あのころの親引けというのは、上場する前の……

高橋 新規上場のときよ。これがうんともうかるあれだ。

渡辺 で、今度時価発行増資になつていく、それから親引けというような……

高橋 親引けがまた出てくるわけよ。

渡辺 だからあれは結局、企業もそれだけプレミアムが入るわけですし、証券会社は手数料が入るし。

高橋 証券会社は手数料が入るからね、だから時価発行大はやりになつた。

渡辺 だから、本当に深刻になつちやうような大問題というのはまだあのときはなかつたですね。

高橋 だから何か夢のように1年が過ぎましたという印象ですよ。でも毎日何かをやつてたような気がするがね。

渡辺 それはまあそうですけど、でも、比較的落ち着いていた時期だつたんじやないかなという気がしますね。

高橋 そう、株式市場に問題がなかつたからね。株式市場が加熱したりなんかしてくると、あの証拠金率を上げろだの下げろだの、いろんなことをやらなくてはならない。少しはやつた覚えはあるけれども。

渡辺 それと、いろいろ問題があつて引き締めで上がるときでも、わりあい理財局とか銀行局なんかともうまく話ができていた時代だつたですね。何かお互いにぎりぎりするようなことというのはあんまりなかつたですね。ぼくなんか1年間の総務課長だつたですけど、わりあい楽をしたというか、やりやすかつたときだつたような気がしますね。

高橋 ぼくは株と土地が上がってしまった後へ行つたんだよ。結局47、8年の過剰流動性があり、1億総株屋、1億総不動産屋というようなことになった後だった。47年度の補正予算と48年度の予算が大き過ぎた。それであのころのM2などが年率27%とか20%という水準でふえていったでしょう、その金がどこへ行つてたかという、結局土地と株に行つてたんだ。土地と株というのは物価指数に入っていないものだから、物価があんまり上がっていないと錯覚していたわけだ。ぼくはそのころ企画庁におつて物価を心配する立場にあつたけれど、これだけ過剰流動性があるのに物価がそれほど上がらぬと、不思議に思つてはいた。しかし、さすがに篠原三代平さんはえらかった。経済研究所長をやつてたが、ぼくのところにやつてきて、「官房長、この物価指数がこんなだなんて落ち着いているけど、この過剰流動性はいまは土地と株に行つてただけですよ、土地とか株には限界がある。そのときには今度はもろに物価に來ますよ」ということを忠告していた。

水野 わたしは国庫課長の時に御指示を受けて、資金循環表で金がどうつつくかつかんでみろという御指示を受けて、調べてみたら、一度過剰流動性で法人に出たやつがどんどん移つていくんですね。その逆で、土地はよくわからないんですけど、株はこう移つていく、法人なりのかつこうと金が残る。それで個人の預金がぐんぐん伸びて、それが今度は物価にだあつと出てくる、そんな感じ。

高橋 そうですね、そういうときだったから、私が証券局にいるときは、むしろ銀行局が忙しくて、不動産に対する融資を制限するとか、大口融資規制ではなくて、業種別、個別融資規制を通達したころだ。ぼくが証券局に來た頃は、お金がそろそろ株の方から離れていつていた。

舟山 さつきの親引けというのは、上場前に分けてやることですか。

高橋 上場前です。上場中といいますか。

舟山 上場の前に集めておいて、それを予知して分けてやるんだな。

渡辺 上場する会社というのは、わりあい同族会社みたいなものが多いから、結局それでは上場基準を満たさないわけですね。だから、そこで上場する前に一応増資をしまして、それで株主をふやすわけですね。

高橋 取引所の上場基準に、浮動株が一定数以上なければ上場できないという定めがあるでしょう。そうすると、たとえば中小企業でやつてきたところで、おやじさんが5割持つてる、息子が3割持つているという会社では、一般の株主をふやさなくてはいけない

わけです。それで、一般の株主が規定数以上ありますということで初めて上場できるわけですから、いままで持っている5割を分ければ別ですけど、そのときに増資して株主をふやすのが、一般のやり方です。

渡辺 そうです。ですから、その増資というのは株主割当増資では意味がないわけですから、だからむしろ公募しなきゃいかぬわけですね。公募するんだけど、まだ上場していませんから値段がないわけであつて、値段はですから……

純資産がどうであるとか、同業者の株がどうであるとか、それでもつて公募するわけですね。それで株主づくりをする。

高橋 それで、できましたというので上場する。

渡辺 その途端にばあつと最初から株価が上がつてしまう。

高橋 たしか殖産住宅の株価は千円ぐらいの評価だつたんですが、それが初日から2,000円を超え2,300円ぐらいになつた。だから、1万株持つてると1千万円はもうかつたわけです。

渡辺 上場した後の、今度時価発行増資の場合には多少ディスカウントがあるわけですが、それでも。

高橋 時価の何%減ということでやるからね。

渡辺 だけどこれはもう、親引けというのはあるんですけども、それはそんなに利益につながるといふほどのものではないわけですね。

高橋 やつぱり打出の小づちは、新規上場のときの親引けです。

渡辺 それを縁故者や何かに分けるのを御祝儀株と。

高橋 しかもほとんど税はかからんのですね。キャピタルゲインで1回こつきりなんてことですからね。この20世紀の世の中でとんでもないからくりがあるものだというのがそのときの印象だつたものだから、やめろと、こう言つたわけです。それにもつとひどい話になるのが、たとえば1万株を自分が預金をおろして買うというならまだ良心的なんです、1万株を買つたということにしておいて、それを初日に売つたということで、差額だけを届けてくるという、ぼろいこともできた。しかし、本当にいまではなくなつてゐるだろうかね。

渡辺 少しずつ改まつてはいるわけですね。全くないというわけではないでしょうけど、もうああいうボロいことというのは……。それでも、新規上場のときにずいぶん最初に株が上がつたりしますけれどもね。でもやはり、初め値の決定方式でやつていくとか。

高橋 そう、初め値をまたそんな倍にするなんてことは許さんということに、ストップか
けろということにしましたからね。だから、やっぱり私がやったことで1番大きいのは
あれだろうね。着任早々何にも知らんうちにやったことで……

渡辺 それはやっぱり、それだけ1番最初にお話しになったんだから、1番記憶に…

高橋 だってそれは月日を追つてもそうなんだよ、3日目だもの。

渡辺 また、殖産住宅というああいう事件が発生したから、それをやっぱり改めざるを得
ないという、そういう業界の方の雰囲気にもなったということでございますね。

高橋 そういうことだったようだね。ぼくも何にも知らんからやめろと言ったときに、取
引所の理事が「それはできません」と言つてね、何でできないんだと言つたら、「いや、
証券会社が反対します」と言うからね、「証券会社が反対するからできないなんて行政
はぼくはやらないよ」と言つた覚えがあるよ。

水野 そこは本当に手を触れられない部分になっていたんですね。

高橋 取引所というのは、あのころぼくが行くと、組合がすごかったけど、いまでもそう
なんだろうか。

水野 いまは相当よくなつたですよ。取引所の空気があの時期を境に変わつてまいりまし
た。あの時代には取引所というのは特に大阪の方がひどくて、東京は突き上げられてお
つたんですけども。

高橋 東京でも、証券局長が取引所の理事長に話があつて行くときに、まともには行けな
かつた。変なところから入つて、秘書課が来ておつて案内してくれないと行けないんだ。

水野 壁にべたべたに張つてありましたですね。

高橋 もちろん壁には張り紙がいっぱい張つてあつた。部屋には全部かぎがかけてあつた。
理事室などになだれ込むというので。

渡辺 あのころは確かに激しかつたですね。東証の組合の連中が大蔵省になだれ込んで来
て、証券局長の前の廊下へ来て「局長に会わせろ」と言つて、ぼくはたまたま局長の部
屋に入つていたら、「そういうのに対応するのは総務課長の仕事だろう」と局長に言わ
れて、やむを得ず彼らと会って……

高橋 2度ほど来てるよ。

渡辺 総務課長の在任中に組合に2回会つたというのはぼくだけじゃないかな。

水野 大体終わられるころ1回という感じなんですけどね。

渡辺 大体1回で済んでたんですけどね。会わなかつた人もいますけどね。

高橋 何であんなことになつてゐるのかね。

渡辺 局長のときは東証がなだれ込んだんですよ。確かあのころは激しかったですね。その後は会わないのがあつたでしょう。ぼくの後の平尾君も会つてないし宮下君も会つてないでしょう、小山君のときになつて会つたんですね、佐藤君も会つてないんだね、2年間。だから確かにそう言えばあのころの方が激しかったかもしれませんね。

水野 何か、取引所はつぶれても革命の拠点になればいいという思想があつたんですよ。いまは職場確保のために一生懸命だそうです。

高橋 資本主義の最先端のところに赤旗が立っているんだから、非常に不思議でしょうがない。本当に残酷な、もう軟禁状態といつてもよかつた。理事長とか理事達は。

水野 1度入つちやつたら出られませんからね。

高橋 出られないし、こつちが訊ねていく時でも次々とかぎをあけて、迷路みたいなところを連れていかれた。建物自体は少なくとも組合が管理しているというような感じだつた。

渡辺 やはり、組合に対するそういう体制というのも少し弱かつたんですね。その後だんだんと強化されてきていると思うんですけども。しかし、とにかく局長の1番最初に言われた、殖産住宅に始まり日熱に終わるといふような感じだつたですね。

高橋 そういう感じだ。ぼくは終わつたときに、殖産で始まつて熱学で終わつたなという感じを抱いたから、やはりあの2つはかなり大きな事件なんだね。

渡辺 そうですね、大きい事件ですね。

高橋 1つは新規上場に絡む問題、1つは公募増資のイージーなやり方の問題なんだ。

渡辺 だけど、証券局長をされていると大抵何か1つぐらいそういうのがありますね。

高橋 何かあんまり大きな問題にならなかつたけど、鉄工所の粉飾事件とかいうのもあつたね、あのころ。いろんな人がぼくのところに訪ねてきたが、あんまり覚えていない。

高橋 こんなことでよかつたのかな。

水野 ありがとうございます。どうも恐縮でございます。

—了—