

昭和56年5月28日

昭和50～51年の証券局行政

元証券局長・理財局長
住宅金融公庫副総裁

岩瀬義郎氏

出席者

元証券局長・理財局長

岩 瀬 義 郎

元証券局総務課長

宮 下 鐵 巳

元大臣官房企画官

橋 本 貞 夫

財政史顧問

舟 山 正 吉

協力者（証券局行政）

古 橋 幹 男

〃 （理財局行政）

高 橋 隆 昭

目 次

○ 昭和50年～51年の証券局行政

1. 邦銀の海外現地法人の引受幹事問題.....	3
2. 国債の大量発行と国債管理政策.....	9
(1) 御用金思想の転換.....	9
(2) 個人消化の促進.....	12
(3) 発行の多様化.....	14
(4) 銀行の窓販問題とクラウディング・アウト.....	14
3. 現先市場の整備.....	17
○ 4. 株主構成の変化と資本市場のあり方について——証券取引審議会の審議.....	18
5. 大手証券会社の株式配当の廃止.....	22
6. ロッキード事件と粉飾決算問題.....	23
7. 社債起債量の調整.....	26

1. 邦銀の海外現地法人の引受幹事問題

岩瀬 私が50年7月に証券局長に就任して間もなく、非常に印象に残る、いわば私の初仕事のような出来事がありました。証券行政の上からも、大変大事な事柄でしたが、銀行局、証券局にまたがる問題で、而も海外における事案ということですので、その内容は複雑であつたと云えましょう。

問題を整理する必要上、背景からまず説明をしますと、日本の銀行が、海外に現地法人を設立して証券引受業務に係る場合、法的には、別法人でありかつ日本国外のことであるから、証取法65条の制約は受けない筈であるが、果たしてそれだけでよいのかどうかという議論がある。

さらに銀行行政の見地からも、日本の銀行の海外店舗が急激に増え、日本側相互の過当競争が行われ、それが海外で非難されるばかりでなく、実際にルール違反をやつたり、とも倒れを招くようなことがあつても困るという考慮も働いた。その結果、49年4月銀行局から証券局とも相談の上銀行局通達が出ていたわけです。丁度その通達の出た時点では、私は銀行局担当の官房審議官でしたので、その通達の主旨は、よくわきまえていたわけです。その通達の内容の骨子は、海外での過当競争と不ざまなルール違反がないように、まず邦銀の海外現地法人は開設後、そのスタッフの充実や十分な現地経験を積む必要があるので、現地でのその現法の定着度を見たうえで、証券引受業に関しては、あらためてその活動を認めるというものであつた。従つて、その通達から見れば、1年やそこら、海外に店を出したからと云つて、現地で外債の幹事引受業務のような深い経験と知識の必要な仕事をすぐ認めるわけにはゆかない。現地で、先ずはよく勉強して、スタッフの養成等に心掛けることが大切であるということであつた。従つて開設以来少なくとも3年以上の経過が必要と見られていたのである。日本流の海外現法設立ラッシュが起きつつあつたからである。

ところが、ちょうど私が証券局長に就任する直前に、日本興業銀行の海外現地法人IBJインターナショナル（50年の6月設立）が開店し、そこが、新日鉄のユーロ・グラマーの発行を証券会社の手を借りずに自らメイン（幹事会社）になつてやりたいとの希望の表明があつた。

従来の通達の解釈からすれば、開設間もないという点だけでも当然ノーであつた。然し興銀はロンドンにすでに銀行の支店開設をしており、その方は10年以上の経験があり、スタッフも実力十分であるので、それらの経験者を現法の I B J インターナショナルに配置替えすれば、その機能は充分果たせるし、通達の懸念している未経験、ルール違反的なものは妨げるのではないか。又発行者の新日鉄もそれを希望しているので、例外として認めてはどうかという問題である。

私は、その時、この問題には多くの解決すべき論点があると考えた。

第1は、何を中心として判断すべきか、と云うことである。それは銀行対証券という問題から入るのではなく、日本全体として考えるということである。

昭和40年代に入ってから、わが国の国債、政府保証債、社債と多額の外債が欧米資本市場で発行されている。当時は、コスト、資金量の問題から、外国からの資金導入が一つの流れになっていた。しかしこれらの日本外債については、本来、日本人の手で発行に伴う様々な手筈が整えられて然るべきであるが、残念ながら、日本の証券会社、銀行にまだその力がない。従つて、止むを得ず、欧米資本市場に力を持つている外国のマーチャントバンクなどの力を借りる外なかつた。また、発行するからには、その債券は出来るだけ発行者側に有利に、而も発行後もその価格の維持がよく保たれ、いわゆるサクセスフル・イシューであることと安全なアフターサービスが望まれるのである。1度失敗すると信用度を下げ、2度目の発行はむずかしくなり、条件も落さねばならなくなるおそれがある。日本の発行する外債一般にも悪影響がでるおそれもある。市場に力があり、販売に実績の強いマーチャントバンクなどと手を結ぶことが大事な要件ということになる。その結果、日本側は多額の手数料を彼等に支払うことになる。日本の証券会社や銀行の現地法人がいかに頑張つても、当初は彼等の下請け的役割を貰い、おこぼれを頂だいするのが関の山ということであつた。残念ながら、当時日本の劣勢の現状は、致し方のないことであつた。

考えてみれば、外国企業の発行する債券ならいざしらず、自国の企業の発行する外債で、国内では、緊密な関係にあるものさえも、その発行にかかるうま味を全部といつてよい程、外国側に持つて行かれるのは、いかにも残念であると考えるのは、日本人として当然のことである。それには、日本の証券会社や銀行の海外法人が、1日も早く、その実力を持ち、外国の一流のアンダーライターと堂々と立ち打ちできるようにするのが先決である。しかるに、実情は、数多くの日本の現地法人が存在していて

も、本当に実力を備えたものは、数少ない。その上、どうも日本側同志の過当競争と
いうか、喰い合いになつていて、少しでも外国側に喰い込むという面では、仲々うまく
行つていない。その面からみると、興銀ロンドン支店が培ってきた実力は可成り評
価されるので、I B J インターナショナルが、開業して間もないということだけで、
その活動を押さえるというのは必ずしも適當とはいえない。一般的に、未経験な、発
足間もない者の仲間に入れるのはおかしいと思えるのだが、通達の文言からは、その
例外として取扱う理由に乏しい。この点が一つの難問であつた。

第2点は、やはり証取法65条の関連である。65条の垣根論は、海外での問題である
ので、この際問題外の筈である。しかし、ここにあって、指摘するならば、海外での
債券発行とはいえ、日本国内における企業とそのメインバンクとの関係が極めて強く
働いていることに着目する必要がある。つまり、ある日本の企業が海外で外債を発
行したいと計画すれば、当然、国内で取引銀行と相談することになる。そこで、若し、
その銀行がその発行地に自分の証券現地法人を持っていれば、発行に際しての関係業
務をその現地法人に委ねるようはからうことが可能である。或いは自分の銀行の海外
法人がなくても、自分の銀行と関係の深い海外法人と結ぶことができる。いずれにし
ても、当該発行に関係する殆んどすべての準備、お膳立ては、その企業と銀行とによ
り「本邦内」で実質的に行うことも可能である。それは、プレハブ住宅を現場で組み
立てるまでの準備を日本内の工場で行ない、あとは現場でそのまま建てただけと云う
のに似ている。工場を本邦内と考え、現地を海外の債券発行地と考えればよい。その
際、注意すべきは、その工場内では、証取法で云う証券業務が実質的に行われている
と見てよい。つまり、それは、海外発行というけれども、実際は、国内作業が主体と
なり、それは明らかに65条問題といわれても致し方ないのではあるまいか。つまり、
本来、証券会社の分担すべき業務を銀行が日本国内で行つたことになる心配があるの
で、一概に、海外ですからと決めてしまうわけにはいかない面がある。

しかしながら、この問題の主たる論点は、その様な細かな点をあげつらうことにあ
るのではない。65条垣根論は、銀行、証券双方に議論があるが、要は、日本の企業等
が発行する外債は少なくとも海外の日本人の手でやらせるべきだし、そのような力をつ
けさせるようにすべきではないのか。垣根論は、やゝもすると、日本同志のせり合
いの方に向い勝ちであつて、余りにも近視眼的すぎるきらいがある。そこで、私は、
将来は、海外の資本市場で日本の証券会社、銀行の現地法人が夫々実力を備えた活動

をできるようにするためには、この両者を、できるだけ協力させる方向に持つてゆくしかないと考えたのである。幸い、I B J インターナショナルのケースは、この問題の解決に一つのチャンスを与えてくれたものと考えている。

先述したように、一流のマーチャントバンクとしての名声は、実力と実績から評価され、その評価が更に事業を有利に押しすすめる結果となる。日本の業者に実力と実績をあげるとすれば、ポテンシャルの大きい日本の企業の外債をそれ等日本業者が取り扱わせることが先決である。而も、銀行と企業とが結びついて、証券会社を追い出すやり方は、決して得策ではない。日本の企業の外債は、一日も早く、日本人自身の手で、これができるように、一つ一つ実績を作る外にない。

それでは、実績を示すにはどうすればよいか。それには、証券会社と銀行現地法人とを組ませるしか方法はない。両者相携えて、債券発行の引受幹事の実績を作り上げて、現地での実力を示して行くことが大切である。欧米資本市場における実績というのは、例えば、英国フォードの社債発行では、どこのマーチャントバンクが、主幹事となつて、市場での消化、発行条件等が極めてサクセスフルであつたとか、その時の副幹事会社は何というマーチャントバンクであつたとかいう風に評価される。つまり、Aなるマーチャントバンクは、どことどこの一流会社の債券発行に主幹事をつとめ、成功させている……となるわけであるから、世界の一流企業の社債発行の幹事業務は、マーチャントバンクの間でも激しい競争でもあり喰い込み合戦ともなる。

私は、少なくとも日本の企業の外債発行には、日本の証券会社と銀行とを相協力させながら、その実績造りをさせるべきであり、而も、先述したように、企業と銀行との関係に証券会社を加えることにより、海外での65条問題を解決させることにした。そして実績造りの上では、当時海外活動に1日の長のあるわが国証券会社を、発行の際のツームストウンなどの配列では、銀行現地法人より上位に置かせる方法で、格好をつけさせることとしたのである。こうすることによつて、従来に通達では、設立後の日数不足でアウトとなる筈のI B J インターナショナルによる新日鉄外債発行引受幹事参加を認め、同時に、興銀系だけと予定されていた日本側の引受幹事に日本の証券会社を参加させることとしたのである。このために、銀行局通達が、50年8月新しく出されることになり、銀行局、証券局と国際金融局の三局が全く合意に達したのである。因みに、ツームストウンとは、日本訳をすれば墓碑のことであるが、債券発行の際恰も墓碑銘よろしくリードマネージャーは〇〇社、サブは〇〇社と以下ずらりと

書くことで、その順位というか上位か下位かは、その社の実力にも、又その後の実績にも連がる。

従つて、実力が出、而も実績が上がると、ツームストウンの序列も上位にランクされるようになり、やがてリードマネージャーになるチャンスも出るという可能性を持つことになる。当時の日本の実力では、日本勢は、どう見ても、リードマネージャーにはなれなかった。実績が無いからである。若し、日本勢が、日本の企業の外債で実績を積み、ツームストウンの上位に名を連ねることになれば、その成功の信用によって、リードマネージャーになることも可能となる。海外で、日本の資金調達に、それによって、日本の有利に働けば、それこそ日本のためになる。

私のこの時の解決策は、日本人同志お互に将来に備え相協力することと、海外での実力と実績の上に立つて、ツームストウンでは、日本の証券会社を邦銀現地法人名よりも上位に書くこととの二つの条件によつて、証券業界と銀行業界双方に賛同を得たのであつた。

この解決は、その後永年にわたつて、双方の間で守られていると聞いているが、どちらが得をしたとか損をしたとか云うのではなく、当時としては良い策であつたと今も考えている。

それで、そんなことで例の通達ができたとのことなんです。ところで橋本さん、あの通達はその後どうなっていますか。その後、ついこの間まで通達はかなり、一応現存しておつたようですが。

橋本 まだずっと続いております。

宮下 あれは全然変えてないんですけれどね、ただ、あれは「本邦企業の外債」という表現なので転換社債が入っている、入っていないという話がありまして、それも私募債だとなおさらいいんだとか、こういうふうな話にだんだんなりましてね。

岩瀬 それは、私募債とか、そういう議論はそのときには厳密にはしなかつたんですね。だけど同じなんですね。

宮下 そうなんですね。私募債の場合でも、転換社債だと特に向こうへ行くとすぐ株式に転換され、転換されちゃうとすぐはね返つてきて東京の株式市場に影響するものですから、それを勝手にやられると困るというふうな話の一つあります。それはまだずっと続いているんだと思います。

それからもう一つは、向こうの方ではコウ・マネージャー相互の並べ方はA B C 順

に書くのが普通だという意見もありました。すなわち、だから山一が行ったつて、Yだから、それはどうせ下になるんですよと、こういうふうな話があつて、上、下をやつたり、ときどきそういうのが強引に押し通つたりしましてね。それは後からの話ですけれども……。しかし基本のスタンスはその後も変わつてないですね。

〔舟山氏出席〕

岩瀬 いま、舟山先輩がお越しになる前に、いきなり国内の話じゃなくて国外の話から話が始まつたんでございます。実は日本の企業の海外での資金調達の方法として、アメリカやヨーロッパの資本市場で債券を発行するという動きが昭和38、9年ぐらいから本格的に始まつた。これは、向こうでのお客様、つまり海外にある投資家に日本企業の債券をはめ込むわけですから、いわゆる証券引受業務、それも幹事会社的な仕事をやるものがおつて、その債券をどんなふうにランクづけるか、発行額をどれくらいにすればお客さんにうまくはめ込めるかというようなことを、市場をよく見ていて、販売できる実績と実力を持っている者に頼まないとえらいことになる。つまり応募額が発行額に達しないと、応募者利回りを上げないといけないとか、その上1回失敗しますと、次からの資金調達のときに二流債乃至三流債扱いをされるとかというような、そういう憂き目を見た会社もあるんです。そこで日本企業が外債発行する場合、引受幹事証券会社をどこにするかというのは大変な仕事である。と同時に、それを引き受けた方は成功すればかなりの収入になる。

ところが、何せ日本の銀行や証券会社はまだまだ力がないものですから、どうしても向こうのマーチャント・バンクに頼まざるを得ない。高い手数料をみすみす取られる。結局それを何回も繰り返しておれば、日本は自国の企業の外債による資金調達でいつまでも下積みのまゝでいくことになる。これから先、長い国際競争場裏においては不利ではないか。ということで、何とかしてこれを育てにやいかん、担い手をつくらにやいかんという気持ちがありました。海外でできるとすれば今のところの日本では4大証券と、それから興長銀とか都市銀行の大手のところと、そういうのがかなりスタッフをそろえてきている。そういうのを順次育てていかにやいかんけれども、そこに国内の証取法65条問題というものが介在してきてなかなか大変だと。いまま大変だが、前はもつと大変だつたというような話をいまやつておつたところでございます。

その問題でちょうど起爆剤になつたのが、興銀の海外現地法人であるIBJインターナショナルだつたわけですが、ある意味において、当時、証券界でも金融

界でもかなり話題になりました。そしてツームストウンの順番で上位に証券会社を載せろという話は、余りよくわからない人が多かつたと思うんです。当時は、何のことを言っておるのかよくわからないが、とにかく興銀がやれるようになったとか、興銀はついに勝つて、証券が負けたとか、海外における証取法65条の解釈を新しい証券局長は銀行に有利に解釈した。あれは前銀行局審議官だったから銀行局の廻し者であるとか、こういうふうになりまして、夜な夜な私のうちに兜町の記者が入れかわり立ちかわり押しかけて来るわけですね。その都度、私は彼等に対して、だれがだれに味方したとかというようなことは一切なくて、日本のこれからの海外発展で、海外で資金を調達する場合どうやったらもっともいいかというような大きな角度から考えにやいかん、証券が勝つたとか銀行が勝つたとかというような話じゃない、しかし決して証券業界に不利な裁きじゃなかったと思う、というんですけれども、当時は信用してくれませんでした。

当時としては、何か銀行の味方をする証券局長が登場して、証券界は大変悲しんでおるとか怒っておるとかいう話だつたんですが、だんだんいまのツームストウンの話は、どうもそればかりじゃないようだということがわかつてくれて、どうやら今日までいろんな疑問を残しながらも、まだ通達が残っているということは、私の初仕事だっただけに非常に印象に残っているわけです。

この通達は、私は、4～5年先には改められるべきだと当時思っていました、いわゆる三局（理、証、国金）合意通達として、今なお残っていると言うのは、余り感心できません。当時、やや反対気味であった証券界の方が、今はこの通達を有難がっている様子で、日本人は国際的には、まだまだ勉強不足だと今思っているところです。

2. 国債の大量発行と国債管理政策

(1) 御用金思想の転換

岩瀬 私は、理財と両方やりました共通問題は国債だつたと思います。昭和40年に国債がわが国に登場してきたわけですが、私のこの2年はちょうど画期的な時期じゃなかったかと思うんです。その経済背景はもう申すまでもございませぬけれども、オイル・ショックを受けた後のあれだけのインフレを抑えるために総需要抑制政策を強烈にとつたということは、勿論、物価の引き下げのためには効果あつたわけですが、その

ため、日本経済は、徹底的に冷え込んじゃったわけですね。そのボトムがちょうど50年の1～3月と言われておつて、それからはい上がつてくることになつておつたわけですけれども、それが非常に緩慢だった。50年の7月、私が証券局へまいりましたころは、とにかく緩やかな回復、インフレなき回復というような形を目指しておつたけれども、経済全体はまだ決して温まつてない。それから51年に理財局へ行きましてからも、まだそれが意外に戻らないという状態が続いていたということです。その結果、税収面に異常が出てきたわけです。あれだけ冷やしたために企業は収益が落ち、その分が税収にひびいてきた。あれだけ冷やしちやうと、今度はある程度温めにやいかん。温めるためのいろんな手段を講じ始めた時期なんですからけれども、それを温めるところの玉というか、一般歳入の入りが思うようにゆかなくなつた。その玉がないというか、燃やすべき石炭がないという異状な問題、かつてない危機にぶつかつてた時期なんですから。そこで赤字国債まで出して、つまり石炭を焚いて日本経済を温めにやいかんという時期だったと思うんです。今になつてみると、赤字財政、赤字国債の出しすぎだといわれるけれども、どちらかというと、当時は、何でもつと国債を出さぬかとか、何でもつと早くいろんな方法で刺激を与えるようにやらんかというようなことが、いわば世論の大勢を占めてきた時です。今でこそ国債を出したやつが悪いとか、ひどい政府だというふうなことを言われているわけですからけれども、当時の新聞論調なんか見ると、企業は冷え切つておるし、なかなか投資意欲もわいてこない、それから収益は上がつてないから、税収が上がらない、だからそこを温めるためにもつともつと補正をやり、国債を出せと、こういうような状況でした。国債というものに対する基本的な考え方なり、いわば、生意気な話ですけれども、われわれが当時ここにおける4人を含めて一番心配していた国債管理政策というようなものが、まだまだ本当に生煮えの状態の段階で、大量国債発行に突入しちやつたということだと思ふんですね。

私ども、その当時のことを振り返つてみますと、古くから国債には御用金思想といひますか。要するに、国債は国が国の信用で出す債券なのだから金利なんか低くてもいいんだとか、市場の実勢なんていうようなことを考えることはないとか、いまはみんなが出せ出せと言っているし、事実、出さんと財政も大変なんだとか、出すのはあたりまえなんだから、言葉は悪いんですけれども、御用金の調達だと考えればいいんだとか、そういうのが、言葉としては出てませんけれども、頭のしんのところに大体あつたわけですね。しかし、果たしてそんなことで日本の資本市場の中核としての国

債が将来に向けてちゃんと育つていなくて、大量発行が定着することになったときには、どういうことになるのか、逆に言えば御用金思想じやとても歯どめはできないかもしれない。このようにみんなここにいる人たちが心配していたわけです。発行量が増え、金利が上がって行けば、国と言えども、そのコスト高の故にその発行量に自らブレーキがかかって仕組みを考えていくことです。

そこで、まあ、理想論を言つてもしょうがないから少しずつ改善していこう、御用金思想だけは何とか少しずつでも払拭していかなければいかんなど言つておつたんですけれども、まだまだそのときには、そんなことというのは国賊みたいに見られかねない時期だつたと思うんです。要するに、市場実勢を中心に発行条件を決めていくことは、財政負担がかかる、むしろ国はそんな形じゃなくて、調達できるんだという考え方だつたと思うんですね。それじゃそれで仕方がないとしても、何年かたちまして、大量発行していて、政府の考え方が一向に進展していないとなつたら、どういうことになるだろうと先の先のことを本当に心配したわけです。勿論一朝一夕に私どもが考えましたような理想論ができ上がるとは思っていませんでしたが、それに一步一步近づかねばと云う気はありましたね。大いにキャンペーンもやりました。事実私どもやっている間でもその認識は大分変わつてきたと思うんですね。ただ、アダム・スミスとか経済原論じゃないけれども、発行条件が市場実勢に追随していくうちに、コストが高くなるならば国債発行するのをやめようというような、いわば自動的なブレーキがかかるというような形にはとともなりません。いまでもなつてないと思うんですね。だからそれは求めても無理だと思いますけれども、少なくともどうやったら資本市場の中で国債というものがちゃんと位置づけられるか、そしてそれを中心にして、市場価格が形成され、円滑な流通が確保されるかということを本当に真剣に考えていくと、あの当時、あのまゝではいかんというのがみんなの考えでございました。この考えは証券局だけでなく銀行局、理財局もそうだつたと思います。しかし、わが国においては、財政の発言力が強いのですから、そんな御用金思想はけしからんと言おうもんなら、当時はまだ、直ちに反撃を食らうような状態であつたんじゃないかと思います。

それで、これだけ大量な国債を発行するのに一体そういう受け皿はちゃんとできているのか、価格の形成はどうやって行われるのか、流通市場はどうなつていて、というようなことをちゃんとつめておかないと困るということから証券行政の面で少しずつ改善を加えていったわけです。すなわち、国債の発行条件を決める際にもかな

りの注文をつけましたし、それから、取引所での売買方法もかなり改善したわけでございます。市場集中義務の範囲を広げてみたり、いろんな細かい改善をやったわけです。これはその後良い実績が出てきております。

(2) 個人消化の促進

後で理財局の部門で触れたいと思っておりますけれども、一体、国債管理政策というのは何ぞやという問題もさることながら、大量発行というものが及ぼすところの影響がまことに読みづらいという時代だったと思います。大量発行は、まずこれをどういう風に消化して行くかという問題になるわけです。

当時、国債の市中消化分の1割分は証券会社を通じて個人消化の道を、9割分は銀行引き受けという形をとったわけですね。別に一部運用部引受がありました。ところが、この個人消化というものは発行量が急速にふくらんで、いわゆる大量発行時代になつてもその1割相当分の消化が続けられるかという、それはなかなかそうもいかないわけです。私が証券局へまいりました50年までの実績で振り返ってみますと、大量発行前の国債の個人消化は1割を越え15%ぐらい年平均で消化されておつたんですけども、49年ぐらいから50年にかけては、消化の量自体は相当増えてはいましたが、増大する発行量から比較するものですから急速にその割合は下がり7%ぐらいまで個人消化比率が落ちたと思うんです。そこで、証券引き受け分イコール個人消化ということで、またそれが、国債の市場消化、つまりそれは、インフレに対して市中引き受けというもののシンボリカルなものとして受け取られていたものですから、それが6~7%ぐらいまで落ちてしまうということは、いよいよ国債増発論とインフレ論というものが結びついてしまうというようなおそれがあつて、何とかして個人消化をもう少し増やせられないかという点が頭の痛い問題となつてきました。ところが環境は逆でございまして、前述のように発行条件からして御用金的な扱いを受けておるものですから、投資家を買った直後には売るともう損が出るというような状態で、個人に対してなかなかめにくい状況であつた。実績では宮下さん、銀行と証券との間の%は、実際はどのくらいになりましたですかね。

宮下 そうですね、丁度その頃は8.6%ぐらいです。

岩瀬 その前後はどうですか。

宮下 そうですね、証券局長になられたころは8.6%と、それから4.7%へ落ちまして、それから6.5%、この辺でもうとにかく個人消化をもう少しふやそうというこ

とで苦勞したんですね。たしか、局長が来られたころは1ヶ月の個人消化が180億円ぐらいですか、それが年末には300億円を超えというわけで、320億円ぐらいだった。数字はちよつと、証券局の方にあると思いますけれども、1ヶ月で300億円ぐらいを超したと思うんです。そのぐらいの水準のところで、あのころは一生懸命、そういうふうな状況が悪いにもかかわらず、一般消化を、個人消化をふやそうということいろいろと努力していただいたことがあります。

岩瀬 そのとき、やっぱりシ団の中で銀行と証券との間で相当の論争がございまして、銀行側は証券会社は国債消化に対して努力をしてない、シェアはどんどん落ちていると、いまや10%を割っているのではないかと、盛んに非難するわけですね。証券側にしては、それはけしからん話なんで、発行額は倍以上ふえちやったわけですから、証券会社の窓口で幾ら努力しても、なかなかそれだけの個人のお客が急にはついていかない。当時は、銀行の分は引き受けても1年たつと大半はオペの対象になつて銀行から日本銀行に入つちやいますから、ある程度ふえても、むしろ一種の資産運用としてはありがたい存在だったわけですね。資金的には余裕がございましたから。したがつてシ団が集まつて、会合いたしますと常に銀行側から証券側は何している、1割を割っているじゃないかと言われる。証券会社から見るとくやしくてしょうがないといつていました。毎月の証券局の会議では、いま宮下君が言いましたように、月180億円～190億円を220又は230億円に目標を上げて大丈夫だろうかというようなことを心配しているという状況だったわけです。現在の姿からみるとまさに桁が違うわけですね。いまは2,000億円とか3,000億円とかというのが毎月の証券消化でございすけれども、当時は100億円から200億円に上がったときたしか10月ごろでしたか、宮下君どうだろうかといつて本当に心配したくらい証券が一時国債を売りあぐんだときがあつた。

そこで、証券業界の方々が非常に努力をしたのは、一つは国債担保金融という制度を定着させたこと、もう一つは国債の非課税枠の活用ですね。個人が国債を持つ場合300万円までは別枠で非課税であるため、実際の利回りで計算すると非常に有利であるということをセールス・ポイントにして、新しい国債個人消化策をたてゝ大いに努力したわけです。その結果、どんどん証券会社のシェアがふえ、個人消化については非常に貢献してくれたと思うんです。ただそれだけに、マーケットのあり方というものに対しては、政策的にもやはり相当神経を使つていかねばいかなんということをおつたわけでございます。明けても暮れても国債という時代であつたと思います。

宮下 明くる51年、理財局長にかわられるときの5、6月ぐらいですかね、そのときには1ヶ月700億円までいった。ですからあの1年は急速に証券会社による個人消化と
いうのが伸びた年だと思いますね。

岩瀬 かなり積極的な宣伝をやつたし、セールス・ポイントは確かに免税枠の活用とい
うのが非常に魅力的だつたということだと思います。いまどうですかね。

宮下 やはりいまでも同じでしょう、毎月2,000億円ぐらいの消化をやっているわけ
でしょう。

岩瀬 ぼくのいまここにある資料によると、個人消化額は49年度は1,780億円だつたの
が、50年度に3,057億円、51年度は1兆518億円に拡大してますね。

(3) 発行の多様化

○ 岩瀬 それから、国債の問題は後でまた出てまいります、私が証券局長の時に中期割
引国債を創設しようという案が理財局から出されました。大量発行下において、10年
ものの長期国債1本じやどうにもならん、やはりもう少し国債の種類を多様化してい
くべきではないかという考え方ですね。これは証券局も同じ意見でしたが、ただ、や
るにも何から手がけるかが問題です。新種のを発行いたしますと短期にしても中
期にしても、必ずいずれかの既存の市中の金融商品と競合する。特に中期でございま
すと、利付金融債とか、あるいは貸付信託だとか、そういうものとぶつかることにな
る。そこで比較的無難なもので、中期割引国債構想というのが登場してきたわけなん
です。

○ 大蔵省の中では、金融界あたりの感触も打診してみるかということで、やつてみた
んですけれども、反対論が強くついに第1回目は成功いたしませんでした。中期もの
の金融商品を出している業界からの猛反対が出たわけです。それで引き続き次の機会
までに勉強するということで終わっております。結局、私が理財へ行つてから発行す
ることになりました。中期割引国債は、当時の理財局長の松川局長のときに試み、そ
れが一つの土台となつて次の年にすつたもんだしたあげく発行されたかつこうになる
わけでございます。国債につきましては、そのほかに、先ほど申し上げましたような、
発展途上にある公社債市場の整備育成というようなことで、かなり細かく決めたもの
がございます。

(4) 銀行の窓販問題とクラウディング・アウト

窓販問題は、あとで銀行法改正のときに問題になりましたけれども、当時からあり

まして、さつきの、証券会社消化のシェアが下がったときには、銀行側から、証券会社に任してはくれません、これだけ大量になつてくると、彼らの能力はあの程度です、ついてはわれわれが売りますからやらしてください、ちゃんと法律にもできるようになつています、とかなり執拗な攻撃があつたわけでございます。当時、私どもはそれはだめだということで、それだからこそまた証券会社に対しては、あなた方は銀行側から何だかんだと言われているんでもう少しがんばらんといかんといつてきましたし、だからこそ証券界もハッスルしたというのがさつきの個人消化の数字に現れてきたわけです。窓販というのは、やっぱり当時から大変ナーバスな問題として、証券界がとらえていたし、銀行界の方でも求めておつたと思います。

次に、当時としては、大量国債発行によりクラウディング・アウトの問題が将来出てくるんじゃないかということで、いろんな雑誌でとりあげておつたことがあります。こういうような状態だから大量発行はいいんだが、一たん景気が戻ってきた場合に、相当の資金が市中において必要とされるだろう。そうすると、いまの銀行に国債をそのまま持たした上で、資金需要に応じるだけの資金を求めるということになる。その国債を売却するか、あるいは日本銀行に駆け込んで資金のショートをカバーしてもらうかというような形にならざるを得ない。すなわち、銀行が持っている国債の量が多くなると、銀行の資金は硬直化し流動性を失う。景気を戻すために国債を出して刺激を与えているわけだけど、本当に刺激が効いて経済が活発になつてきたときに、一体それに対して金融機関が対応できるだろうか。まさにクラウディング・アウトの問題につながる議論があつたわけで、私どもも真剣にそれを心配いたしました。そうなると、窓販をやらしたほうがいいのか、もうちよつと日本銀行との間のパイプをうまくやらないといかんのじゃないか、しかし下手をすると国債発行即インフレにつながる話だし、相当警戒を要する話だな、ということでした。

しかし、いまだに現実のクラウディング・アウトの状態というのはいないですね。非常に緩やかな回復ということで、いままでの高度成長下のようにボトムも早くきてなべ底を這うところも早くてびゆつと上がっていく形ではなく、かつてない長い長期のダウンであり、なべ底であり、そして緩やかな回復だということが、その危険性を一応避けてきているということなんだろうと思うんです。

水野 もつとも、現時点では国会の議論では、すでにクラウディング・アウトの症状に入っておりますというやりとりでございます。というのは、民間で実際上の資金需要

というか、もうちよつと低けりや出てくることが目に見えているのに金利が高いから出てこないというのは、政府がとつちやうからだということでございまして、金利が下がらないことがすなわちクラウディング・アウトの一現象でございまして、この間の国会から言い始めています。実態的にもそういうかつこうかなというような感じはしております。

岩瀬 私の証券局長当時からみるとこれまで5年以上たつたわけですからね。

水野 お見通しいただいていたけれども、世の中は必ずしもそういかないということじやございませんでしょうかね。

岩瀬 だけど、そのころにもうちよつとうまくやつていりやという感じがしないでもない。

○ 水野 しかし、国債の量をあそこまで押しつける以上……

舟山 証券局だけの問題じゃなかったからね。全体が考えにやいけなかったんでしょね。

岩瀬 むしろあのときに、本当に国債というものに対して、もつと大蔵省全体が、何と
いうか、省をあげて、その本質論を議論し、整備すべきであったと思うのです。

国債を出せ出せといつて当時はやし立てた新聞も雑誌も財界もいまは、けろつとしちやいまして、当時そんな国債を発行したやつが悪い、こんな依存度になつちやつたのは悪いとか、財政再建に対していろんなことを言っています。当時は逆なんですから。

舟山 批判ができるムードじゃなかったんですね。

○ 岩瀬 そういう時代だったわけですね。だから、そのときに反省されることは、もうちよつと私も、いわば身命を賭して国債阻止に回っておれば……と思いますけれども、しよせん微力でございましてね。

舟山 いや、大蔵省全体の責任だと思うんですよ。よその局でも、そのときにいろいろ考えなきやいけなかった。

岩瀬 そうだと思います。むしろあれだけのものを出しながら、整備ができてない状況において突つ走ることの危険性は、みんなが考えにやいけなかったことだと思いますし、まだ現在においても足りないのではないかと思います。叱られるかもしれませんが、どうしても大蔵省というのは財政主導型の省である。これからの経済は金融主導型というか、金融、証券、国際金融を含めて統合的なバランスをもっと強く求

めるべきである。財政にむしろ金融や証券の役割の大きさをわかつてもらいたいという気持ちは、自分が省から離れて見れば見るほどよけいいたします。

ここにおける皆さんは私以上にその当時からそれを盛んに言っていたんです。にもかかわらず、明治以来の体質がやつぱり残っている。

舟山 だから、歳入が足りないから税をどうしても増徴するかというふうに傾いたですね、大蔵省全体の姿勢がね。

岩瀬 はい。

舟山 それも大事なんだけど、このままでいいのかという反省が少し足りなかつたように思います。

岩瀬 みんな産みつばなしの卵に精一杯で、ひよこになつた先のことは考えないという感じなんですね。そのところはどうも単年度主義という、いわば財政の仕組みがそれをさせているのではないか、ことし1年何とかやればいいが、というようなことではないかと思います。

3. 現先市場の整備

岩瀬 いま、国債のことをいろいろあえて申しましたが、非常に私として印象に残っており、ある意味においては、これはやつておつてよかつたかなと思いますことには、現先市場の整備がございます。現先市場というのが頭を出してきたのは46年ぐらいからで、どちらかという、自然のままの姿で放置されておつた。逆に言えば債券の短期流通市場でございますが、未公認という意味において、日本の中における唯一の自由な短期金融マーケット、いわば自由な金利が成り立っていたマーケットということだと思います。もつとも、日本銀行のいわば専門の金融判断というか、そういうものによつてコールレートの上げ下げが決められたと思う。それが果たして、短期金融市場というものの本当の姿をとらえているかどうかという点については、いろいろ批判がなかつたわけではない。ところが、現先市場というやつは、まさに企業の余裕資金が出てくる、それをまた受けるところが出てくる、そこにおいて決まられているいわば比較的短期の資金の需給関係は非常に自然なものですから、そこで形成される金利はむしろ実勢に近い。それだけに日本銀行がコールを高めにしながら金融政策をやつていこうというようなときに、若干日本銀行が強過ぎるのではなからうかというよう

な批判が出てきかねないような指標性を、現先市場というのは次第に持つてきたと思います。

ところが、逆に現先市場の一つの弊害は、早い話が取扱うものは、要するに債券ではなくてもいいということです。買い戻し条件付きのものですから、ある一定のタームを決めて実勢レートをつけておけば極端な話が債券でなくても、物であってもいい、灰皿でもいいという話になって、やつぱりそこに、だんだん大きくなつてきますと乱れが出てくる。それからもう一つは、企業の粉飾決算とか、そういうものに使われる恐れがある。期末に資金を出しておいて、期首にそれを戻すというような形です。そういう弊害が出てきましたものですから、いままで少し野放図になつたものについては、要するにお行儀を直す。しかしあまり深く介入すると自然の市場メカニズムというものが損なわれる。日本において自然発生的に生まれた現先市場を、うまく健全に育てていくのにどうしたらいいかということで、検討した結果、必要最小限度の規制を加えながら認知していくというのが、最善ではないかということで、若干その整備を図つたんでございます。日本銀行からそのときには反対を受けました。公式に注文をつけることは、公式に認知することになつてまずいと云うわけですね。しかし、日本銀行に対しては、このまゝ放置することは却つてまずいと、いわば弊害の面をある程度強調いたしました。この資金のマーケットを消してしまうわけにはいかない。さりとてやつぱりボリュームが大きくなつてくるだけでなく弊害も多くなつてくる。それで債券市場の健全な発展と証券会社の経営の健全性の確保を図りつつ、業務方法等について一層の整備を図る反面、この存在を認知する。

どちらかという、いままでから見れば非公認から公認にということで、通達で若干のルールづくりをやつたんでございます。その後今日まで、日本の公社債市場に占めるシェアからいきますと、現先市場というのは非常にいま大きくなつてきましたから、当時としては政策としても非常にいいことであつたのではないかと考えております。

4. 株主構成の変化と資本市場のあり方について—証券取引審議会の審議

それから、私の証券局長時代に一番特記すべき問題というのは、ここにあります橋本君が中心になつて、証券取引審議会で、「株主構成の変化と資本市場のあり方につ

いて」という答申をまとめたことです。49年の11月から始まっていますから、私が登場する前からでございますが、51年の5月まで約1年半、会長は堀越さんだつたわけですが、各委員の御熱心な御討議をいただきましてまとめ上げたのでございます。これはもう答申が出ておりますし、いろんな議論が出つくされておりますから、ここできちんとやかくは申し上げることもないんですけれども、わが国株式市場においては個人株主の持株比率がどうしても次第に下がっていく状況にあるという問題です。ともかくその原因の究明ですね。それと同時にやっぱり個人株主を大事にしなければ、株式市場はだめなんだ、そして株式市場がだめだということになれば、それは日本の資本主義経済の根幹に触れる問題になる。いまの現状で、余りにも法人株主の持株比率が多くなるということは問題だということです。このような指摘等に対して、本当はかなりハイピッチで審議を続けていつたわけですね。ここに橋本君が当時の担当官で、実によく勉強し、審議会の運営もきめ細かい配慮をしなごうまくやつてくれました。おかげで審議会の委員の方々の高度の御質問もこなしてこられたわけですね。

従って、この問題はいまも頭に残っているわけですね。

今日に至るもまだその問題は尾を引いておつて、なかなか一朝一夕にいかない。私は一つは証券会社にも責任があるように思います。いまはもう私も離れてしまいましたけれども、この証取審の話は、非常に苦勞をかけた諸兄もここにおられますし、それから委員の中では、この前亡くなつた東大の矢沢先生をはじめ非常に活発な意見を述べてくださつてそれはいい審議会だつたと思います。皆さんよくこんなにまじめにご審議してくださるなとつくづく思つたことがあります。証券会社の営業姿勢という問題の一つの例をついでに申し上げておきます。私のうちへよく電話がかかってくるのでございますね。「実はある証券会社に奨められてなけなしのお金で株を買いました。次は、こんどは売つたらもうかると言われたから、それを売つて次のを買いました。またそれを売り次のを買う。そうすると、自分の帳面では次々ともうかつている計算になるわけですね、一株当り230円で買つたものが250円で売れた、今度250円のものを買つたところが、それが270円で売れた。そのようにして、足していきましたと、もういまは自分の持株はこのぐらいになつていゝはずだと思います。株そのものは証券会社に預けているので、ある日、もうそろそろたまつたから家を建てようと思ひまして店頭にいきますと、最初投資した1,000万円のお金が儲かつていゝところか300万円ぐらいになつていゝというわけですね。ということは、売買手数料を、売る

○ ときに取られ、買うときに取られるということを何遍も繰り返していると、ふえるどころか減つちやつた」と。これと同じようなパターンの質問がときどきうちにかかってくるんです。それで私も弱つちやうんです。それはあなた、売買手数料というのは当然あるんですと言いましても、言えは言うほど私もぐるになつてその人に損をさせているようなことになつてしまう。もう思い余つて、宮下君に、こういう人から電話がかかってくるけれども、本人の納得するようによく説明してあげてくれとかいつて、何回か頼んだことがあるんです。やつぱり、個人株主を育てていくということは、あまり高邁な理想もさることながら、もつと身近なところで、証券会社の従業員教育から始めるのも一つの方法でしょう。たとえば、売つて買つていれば、手数料6円ずつ取られますから、12円を超えたものから始めてもうかつたんですよというようなことを言うべきです。それを言うとお客さんが買わんものですから、というようなことがあれば、店頭の説明不足と言うことになる。結局、店員のモラルの問題になる。なかなか庶民が近づけないものがあるんじゃないかと思うんです。そのところどうですかね、宮下君

宮下 そうですね。確かにそういうふうなことが言えると思いますね。あれだけの証券会社を維持する収入の大部分は株式売買の手数料ですからね。その辺もバランスするようなかっこうで見えていかないといけないですね。

○ 岩瀬 やつぱり証券業のあり方として考えさせるものがございます。それは、法律上で何にも間違っていることをやっているわけじゃないんです。しかし、やつぱり知識の上において与えるものを与えてないという点においては、私はまだまだその辺の知識と社会訓練が足りないという感じがいたしました。

○ 欧米の資本市場の状況と比較してみましたときに、市場を取り巻く環境や歴史が違いますから、そのまま比較にもなりませんけれども、どうも私は、日本人の金融資産というものを分析してみると、半分ぐらいが預貯金でございますから、もつと金融資産の中で有価証券に運用するというものが出てきていいと思うんですね。欧米では一番多いのが、個人金融資産の中では当然有価証券で、預貯金は逆に20%に満たないと思います。そういう状況を見てみますと、資本市場を育てるものは、いみじくも証取審が指摘しているように、やつぱり個人であり、その個人の資産の運用の多様化とか、預貯金偏向から有価証券その他の金融資産運用の道へ向かせるのにどうしたらいいかということについてやつぱりいまのような問題を含め、国が考えていかない

といかんし、そうでないとなかなかわが国の資本市場は十分には育たないなと思いました。

冒頭に申し上げたＩＢＪインターナショナルの問題も同様です。向こうではいわば長い歴史の上に成り立っている地盤があつて、その揺るぎなき看板を背負って商売をしているし、まあ、まかり間違えば自分がかぶらざるを得ないかもしれんから、相手の企業のことも克明に調べる、そして間違いないと思うものをちゃんと、今度は逆に責任を持つて取り扱つてくる。そういう点において、資本市場の担い手である証券会社の気構えが違ふ。それから、日本の場合には、４大証券、それから上位11社とかいう総合証券、それから中小証券と分けられますが、すべてトレーニングから何から、みな格段の違いがあるということを、これは金融で言えば信用組合から都銀まであるわけですから、そういうものをこれからどうやったらうまく国民の信頼のおけるような形に育てていけるかということになります。

第１には業界の自覚にまつところが多いことは当然であるが、行政の面でもこれは大蔵省の責任でもあるわけでまことに重要な課題だと思います。くりかえしになりますけれども、例えばダウが6,000円超える、7,000円超えるというようなときには、業界も表面は非常に景気はいいですけれども、反面、財務体質改善という面とか、あるいは従業員の対顧客アプローチの仕方というのは、どうもあんまりうまくいつてないという感じがいたしまして、これじや個人投資家は投資意欲をもって、市場のその周辺まで来るけれども、結局水を飲むまでにはいかないだろう、それを納得させ、理解させ正々と引つ張り込めない限り、日本の個人金融資産の構成はこれからも変わらないという感じがしておるんでございます。その当時からそうでしたが、いまいよいよそういう感じがしておるんです。橋本君、証取審のその後のフォローしてみるとどうですか。

橋本 かなり広い分野に問題は投げかけられて、問題点は出尽くしたと言えると思うんですが、対策についてはいま直ちにやることと、ある程度時間をかけてやることと二つに分かれています。それぞれの方向に従つてかなり動いてはいると思いますが、結果が数字で直ちにあらわれるというものではないんです。

舟山 そのときの主査はどなたですか。

橋本 特別委員会をつくりまして……

舟山 その特別委員会というのはどなたですか。

橋本 これは堀越会長が兼務でおやりになりました。

岩瀬 橋本君が心血を注いでくれまして、私どもは、それをにらみながら、勉強しながら、審議会へ出かけて行くというような調子でしたが、この間、読み返してみまして、なるほどこれではなくちやいかなと思っているんでございます。

舟山 一方、安定株主をふやそうなんていう上場会社側の要求もありますしね。何回位やつたのですか。

橋本 その観点からの問題もありますので、産業界も入っていただいて、特別委員会を21回、ほとんど1と月に1回やつております。

岩瀬 1と月に1回というのは1回が終わるともう次の回がきたかと思うぐらい早く、きついものでございました。なかなか専門的でむずかしい質問が出ますしね。こつちは勉強せにやいかんもんですから、ぼやぼやしているともう次のが始まりますというわけで、1年間追いかけられたという感じがするんでございます。

宮下 いまおつしやつたように、したがいまして産業界は安定株主が欲しい、それから配当もやはり平準化したいという気持ちがありますしね。そうすると、証券界並びに学者先生の中には、それは安定株主ばかりじゃまずいと、それから株主優遇のために、配当ももうけたものは株主へ返してくれと、こういうふうな話なもんですから、その委員会の中でいろいろ反対の議論が出てくるんですからね。

岩瀬 それから、いま舟山先輩がおつしやつたように、安定株主とか何とかいうことになる、やつぱり浮動株が少のうございますから、容易に操作されたりなんかする、投機的な動きが出てくると、ほんの少数の株数を買占めることによつて株価の操作ができるというような問題が出てきちゃうわけですね。それがまた逆に法人の方から見ればちよつと行き過ぎだと思ふけれども、法人の動きも理解できないわけでもないんですね。

5. 大手証券会社の株式配当の廃止

岩瀬 それで、もう1つ、これは記録の問題ではないんですけれども、私が実は4大証券に一つおきゆうをすえましたのは、50年9月に株式配当というのは、あるルールがあつて、相当の理由、たとえば創業50周年だとか何かそういう記念配当みたいなときに、従来から非常にお世話になつている株主に、株式そのものを配当として、1割な

ら1割のうちの2%とか3%を株式で行うということになつていたわけです。一定期間だけと言う条件です。ところが、43年に一たびこれをやりますと毎年続けその後なかなかやめないわけですね。前述のルールを無視して何となく続いておる、代々やめさせようと思うけれども、なかなか抵抗があつてやめさせられない。それで、私は記念配当と言つたつて、創立50周年の記念のときのものを60周年になるまでまだやつてゐるなんて、そんなばかなことはないというわけで、50年9月から4社とも一斉に取りやめとやりましたら、てんやわんやの大騒ぎになりました。結局最後に抑え込んでやめさせたんでございますが、いまだに4大証券から恨まれている一つでございまして……………。

水野 株式配当をやめるというのは証券会社もきつかけがなかつたんでしょね。

岩瀬 それは、4社の中でもやめたいと思つているところはあつたわけですよ。あるけどほかをやつておるから自分のところだけというのはやめられないんです。局長がやめろということはありがたいんだけど、自分が賛成というと問題となるからというんでみんな反対しました。それで、あとから、どうもおかげさまでありがとうございますと言われましたが、冗談じゃない、ルールは守れと言っているのであつて会社のために言っているんじゃないという気持ちでした。当時、不況下の中で証券会社だけがもうかつてゐる、それで株式配当までして自分らの株主に配るということは、いわばある意味においちゃ不謹慎な話になる。みんなが不況にあえいでいるときに、さっきの話じゃないですけど、証券会社だけはもうかつてゐる。配当余力がありますから株式配当までするという、そんなことは社会常識として許されない。やっぱり皆さんのおかげで商売ができる、そんならそれで、それらしく自粛せにやいかんし、ましてや創業50周年記念配当が60周年になつても続いておるというようなばかなことはない。これは理屈はそのとおりですから一言もないんですけれども、そこを何とかというのを聞かなかつたものですから、ついに歴代証券局長中で一番ひでえやつがあらわれたということになりました。

まあそのようなことがございまして、実は1年があつという間に過ぎてしまいました。

6. ロッキード事件と粉飾決算問題

岩瀬 一つ私の印象に残っておりますのは、ロッキード事件が51年2月6日に発生いたしまして、アメリカの証券法というのと、日本の証券取引法というのは法律の内容はよく似ているのでございます。証券局で言えば企業財務課ですね。あれは森君でしたね。

宮下 そうですね。

岩瀬 それで、国会で、アメリカのSEC（証券取引委員会）はしつかりしておるけれども、日本の大蔵省証券局は何しておると言われたら大変だと思ひまして、いまだから申し上げますけれども、関係会社の必要な事項を全部調べさせました。国会での質問があつたときにはとにかくそれなりの準備ができておるというのでなくてはならないということで、勉強だけしておくということでのぞんだことがございます。役に立ちませんでした。

やつぱりアメリカの場合は雑草のごとく証券界が強いし、企業も強いですから、むしろ証券取引委員会が動いて、どつかの企業、たとえばロッキードならロッキードの不正を告発するということは、それはそれで結構だという受け止め方をします。あとは悪いやつはやられるんだけれども、それはくたばればいいんで、あとは却つて自戒をして、全体としては一罰百戒の効果が出てくる。それによつてみんなが悪い影響を受けたり、株価が一斉に激動するようなことはないということが、正にアメリカでは社会常識として確立している。そこが何といても長い歴史なんでございますね。その長い間の歴史の中には勿論いろいろな問題があつたと思いますが、日本の場合には、もし強烈にある企業をつぶすようなことがありましたならば、ひよつとすると日本経済は脆弱ですから、一波万波を呼んでえらいことになるとか、社会の受取り方も大分違うのではないかと。よけいなことを考えるわけじゃないんですけれども、やつぱりその心配は私はあるように思います。私は欧米に比べて、その点が、国民社会の練度の厚さが、残念ながら違うと思うのです。日本の行政のむずかしさというのは、何せ明治100年の歴史しかない、しかも大部分はまねしたものだ、したがつて信用金庫一つつぶれるんでも、下手をすると金融恐慌に発展するんじゃないかというような恐れを感じるぐらいの気の配り方が一方においては要るし、ある意味においぢやまことに過保護だという感じがいたしました。

最後は、国会で聞かれたら、予算もくれない、人もないで、アメリカのSECと同じことをやれるもんですかと、云おうと思つたんですね。気持ちだけはちゃんと備え

ているつもりではありますが、わからんものはわかりませんと。まして帳面づらの話ですから、リポートやなんかその後のことはわかりませんけれども、とにかく、少なくとも日本のSECはどの程度しつかりしているかなんて言われてもあんまりあわないようにしようと判かるところまで、確かめようと言ったことがあるんです。いま考えると意気込みだけが強すぎたと思いますけれども、2月6日、直ちに行動に移ったことだけは、間違いない。日本の証券局始まって以来だと思います。

舟山 有価証券報告書というのはどこで審査するんですか。

岩瀬 それは企業財務課でございます。

舟山 とても見切れないでしょう。

岩瀬 見切れませんし、残念ながらスタッフが……

宮下 スタッフはあんまりおりませんですね。

舟山 SECと比較されてもね。

岩瀬 けれども、法律を読みますとほとんど同じに書いてあるんです。向こうは直ちに告発から始まっていくわけですがけれども、こちらはそんなことをやったら、まずその関連の株価は激変する可能性が強い。また日本という国では、ワレサさんが来るといってワレサさん、ローマ法王といったらローマ法王、とにかくみんな何かあつちへザーッ方向へに行くんでございましょう。そういうわけで、今度はもう全日空つぶれるとか、丸紅はつぶれないのかというようなことになつたら、株価がめちやくちやになつちやうんじやないか。そうすると今度は商社全体の株価が下がる、まあ、恐らくそういう影響をすぐ考えちやうんでございますね。本当は考えちやいけないんだと思うんですが。

宮下 それでも岩瀬局長のときには証券取引法違反の告発事案が二つ出たんですよ。50年5月の東京時計と12月の東邦産業。告発にはならなかったが、 もそのときに出ましたですね。

岩瀬 いずれも大型倒産でした。

宮下 前の二つは告発へ持つていきましたですね。まあ、会社更生法適用申請が出たものですから、やむを得ずわれわれの方も証取法を適用し、そういうところは見えていたわけです。その後の証券局は、毎年の予算要求のときは監査官増員の予算要求はするわけですよ。結局は、それで要求は切られてしまう。やる人がおりませんのでどうにもなりませんという話になつてくるんです。

7. 社債起債量の調査

宮下 それからもう一つ。ちょうどあのころは、その前年までマイナスであつた民間事業債の発行がだんだん出てきまして、それをあまりたくさんやつては国債の方に影響するとか……

岩瀬 あれは今永君でしたね。

宮下 あのころ、やつと出始めたときでございましたね。あれをどのぐらいの額で抑えていくかというのがやはり……

岩瀬 あの当時は、事業債の発行量も世話人会でぱつぱつぱつと決められたわけですよ。大蔵省もそれに従うというかつこうで、いままではよかつたんだけど、これから国債がどのくらい出せるかわからんというときに、市場の状況も把握しないで世話人会で一方的に決められたんじや国債の入りようがないというので、ぼくはあわてたことがあるんですよ。その結果、今永君には大分迷惑をかけちやつたことがありましたね。

宮下 世話人会で決めたのは局長のところで……。あれ、何10億でしたかね。

岩瀬 20億円ぐらい。

将来の大量発行に備えて、大蔵省のいわば市場への目配りというものを無視しないようにという警告だつたはずなんです。

しかし、えらい波紋を呼びましてね、今度はひでえ局長が来て、とにかく世話会の決めたこともひつくりかえした、ということになつたわけです。

舟山 それから見ると、大蔵省も言ってみりや反省会みたいなことをやつてごらんになる必要があるんじゃないかと思うな。こういう関係でこういう意見をもつてこうなつたという、つまり各局超えたレベルでね。

岩瀬 まだ何か残しているとか、申しておくことはありませんか。

橋本 これで、大体全部だと思います。

宮下 いまのところそのぐらいですね。

岩瀬 私は非常に感謝しておりますのは、この2人が本当によくやつてくれたことです。

ほとんど毎日私の部屋に入り浸りぐらいになつてもらつたおかげだと思っております。

宮下 いや、いまいろいろお話いただきましたけれども、岩瀬局長のときには、いろん

なバラエティーのある仕事を残しておられます。いまの世話人会を抑えた話とか、株配をやめた話とか、これらはいろいろ言いながらやれなかった仕事ですね。

それから、海外でのかきね論の問題についても、新しい形のルールがつくられましたし……

舟山 現先もそうですか。

宮下 現先ルールも初めてそのとき出ました。

橋本 現先ルールは51年3月10日の通達が出まして、これがまさに画期的なことでしたね。その通達はいまでもずっと残っております。

舟山 それで事業会社なんかは銀行離れし出したんですよ。

岩瀬 そうなんです。あれは大きかったですよ。

橋本 いまでは日銀も、金融機関の現先を制限しないばかりか、むしろその現先を取り込んで金融調節するというような時代になつていますし……

水野 間接金融から直接金融の方へ移ることを相当おやりになつたんです。

岩瀬 1年間、あつという間に過ぎましたものですから、何をしたのかいま大変雑駁な報告しかできませんけれども、そんなことでございます。

舟山 どうもありがとうございました。