

証 券

序 章

証券市場に比べて金融市場がより大きな役割を果たしていること、これが戦後日本の金融構造の特徴であるといわれることは多い。¹⁾確かに、資金循環表を見る限り、狭義の金融市場ないし金融機関借入による資金調達は、ごく最近まで大きなシェアを占めてはいない。しかし、こうした金融構造論に対しては、これまで大別して二つの方向から批判がなされてきた。

一つは、日本の金融構造は昭和50年代から急速に変化して、証券市場の比重が高まり金利も競争的に決定されるようになったというものである。国債の大量発行がその重要な契機であることについてはほぼ意見の一致が見られる。「公開市場型金融取引の比重増大」²⁾や「金融の証券化」もこの文脈に位置付けることができる。ただ、寺西重郎のいうように、³⁾国債大量発行以前から構造変化は進行していたのであり、国債は、すでにさまざまな分野で進んでいた金利の自由化を、発行金利の流通金利への連動という形で顕在化させる等の役割を果たしただけであるという留保は必要であろう。

もう一つは、昭和50年からといわずとも、それ以前から日本の金融構造において「直接金融」⁴⁾は重要であったし、金利決定も競争的であり、自己資本比率もアメリカに比べてそれほど低くはないといった議論である。⁵⁾理論的には、ある条件のもとでは相対交渉型の金融取引が効率的になりうるという何種類かの理論モデルを援用して、一見非競争的に見えた戦後日本の貸出市場も実は大いに競争的・効率的であったのだという主張に向かう。

本書『昭和財政史—昭和27～48年度』が関係するところがあるとすればそれは、時期区分からいって主に後者ということになろう。「証券」編では銀行貸出市場を分析することはしないが、戦後日本の証券市場の歴史は、市場型の金融取引が円滑に機能するためにさまざまな準備が必要であることを物語っている。特に、第2章で扱う昭和30年代の証券市場の拡大と証券不況の過程は、証

券取引制度や短期金融市場などのインフラストラクチャーの整備が不十分なうちに市場が拡大していくと種々の不都合が生じることを示す好例であるといえる。当局側からいえば、この時期の証券行政史は、こうした問題についての試行錯誤や悪戦苦闘の歴史でもあった。

以下の各章では、時期ごとにまず表とグラフを使って市場や市場参加者の動きを概観したあと、証券行政の展開を年代別・項目別に詳述していくことにする。ただし第2章(30年代)は分量的に大きいため、概観部分は10年分まとめて扱い、行政の展開の部分は3～4年ごとに三つの時期に区切ってある。第1章の20年代(27～29年)と第3章の40年代(40～48年)はそうした時期区分をしていない。

〔注〕

- 1) その初期の代表は吉野俊彦『我国金融制度の研究』(昭和27年, 実業之日本社)である。
- 2) 蠟山昌一『日本の金融システム』(昭和57年, 東洋経済新報社)。
- 3) 寺西重郎『日本の経済発展と金融』(岩波書店, 昭和57年), 426ページ。
- 4) 「直接金融」, 「間接金融」はさまざまな定義によって使用されてきた。その整理・歴史については日向野幹也「間接金融の思想史」(日向野幹也『金融機関の審査能力』所収, 第5章, 昭和61年, 東京大学出版会)を参照されたい。
- 5) 黒田巖・折谷吉治「わが国の“金融構造の特徴”の再検討」(『金融研究資料』第1号, 昭和53年, 日本銀行特別研究室)はその代表例である。

第1章 昭和20年代の証券市場と証券政策

第1節 昭和20～27年—終戦から講和まで

この部分は、前回刊行された『昭和財政史—終戦から講和まで』の範囲に属するが、ごく簡単に振り返っておこう。

占領軍の意図した金融・証券制度改革は、財閥解体、労働改革、農地改革などに比べれば温和なものであった。具体的には、戦時統制色の一掃、アメリカ風の長短分離、銀行と証券の分離がめざされた。長短分離の意味するところは本来は短期資金は商業銀行から、長期資金は証券市場からの調達によって企業金融をまかなうということであったが、証券市場が未発達であったため、この分野は当初は復興金融金庫、次いで昭和27年に発足する長期信用銀行および日本開発銀行など政府金融機関によって事実上代替されるに至る。

戦前の主な株式投資家である階層は解体しており、証券民主化運動によって放出された株式は主に個人投資家に対して売り出された。これと並行して昭和22年にアメリカにならった「証券取引法」の制定(昭和23年に全面改正)が行われ、証券取引委員会の設置、金融・証券の分離などの枠組みが定められた。

このような準備を経て24年5月に証券取引所が再開された。しかしドッジ・ラインによるデフレ政策で、相場は振わなかった。そこで種々の救済策・振興策が採られた。増資調整、金融機関による株式の買支え、信用取引の導入、投資信託制度の開始などである。こうして26年後半から株価は持ち直した。この回復の主な原因は25年に勃発した朝鮮戦争の特需景気であった。

24年に取引所が再開されても、債券取引は活発でなかった。新たに発行される債券の大半は国債かあるいは復興金融債券であって、消化は金融機関への割当てで行われ、日本銀行買いオペや日銀引受などの日銀信用がこうした債券の

保有者にとってほぼ唯一の流動化の道であった。

ドッジ・ラインにより国債や復金債の発行は抑えられ、逆に社債や金融債の発行が促進されたが、消化先は依然として金融機関であった。日銀はこうした社債や金融債にも担保金融の道を開くことになり、いわゆる「日銀適格担保社債事前審査制度」が設けられ、適格と認められることが(流動性を得る唯一の方法であるから)事実上起債の必要条件となったのである。¹⁾

〔注〕

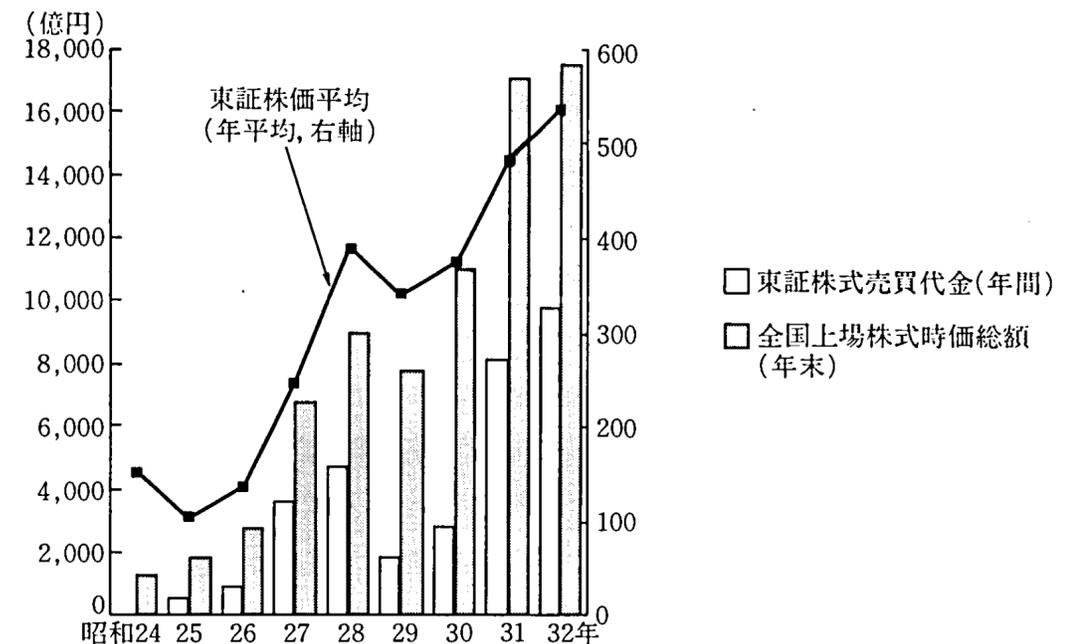
1) この点については、第2章第2節第3項「公社債市場の「正常化」」でも論ずる。

第2節 昭和28～30年—証券市場と証券政策の再出発

1 概 況

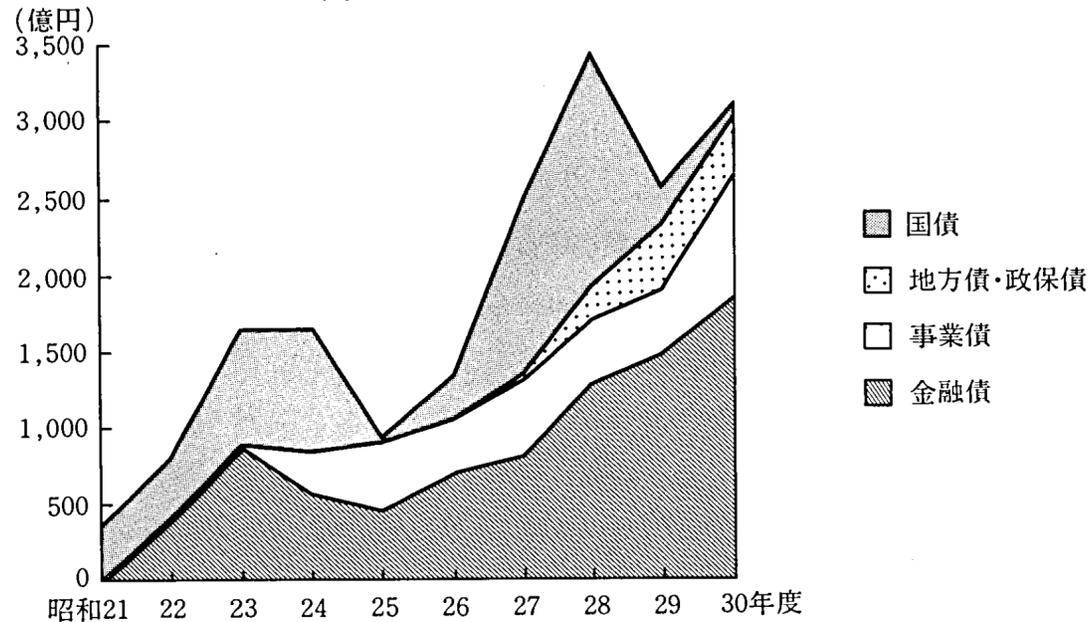
図1-1は、取引所再開の昭和24年から32年までの東証平均株価と全国上場株式時価総額、東証株式売買代金の推移である(図にはないが、27年初からはダウ式平均株価も導入された)。20年代後半は、まずドッジ・ラインで落ち込んでいた相場が25年からの朝鮮戦争による特需景気で一挙に回復した。その後特需景気自体は27年中に減速するが、政府の積極的な拡張的財政政策もあって28年に至るまで相場は上昇した。28年に入って反落への警戒感が出たところに3月にソ連首相スターリンの重体のニュースがあって、軍需株から始まって前面安となった(スターリン暴落)。その後一時的に持ち直した時期もあったが、国際収支の壁にぶつかったため28年10月以降金融引締め政策が開始され、相場はさら

図1-1 昭和20年代の株価、売買代金、時価総額



(出所) 『大蔵省証券局年報』および『東証統計年報』より作成。

図 1-2 昭和20年代の公社債発行



(出所) 大蔵省「国債統計年報」、日本興業銀行「公債社債統計月報」などより作成。

に落ち込み、30年からの岩戸景気を迎えるまで株価は低迷した。

公社債市場の動向 図 1-2 は昭和20年代の公社債発行額の推移である(28年以前の金融債のみ暦年データ)。金融債のうち22年から24年の部分については復興金融債券が含まれている。復金債の縮小で一時金融債は落ち込んだが、26年から再び増え、事業債を上回る発行額となった。この傾向は30年代も持続する。

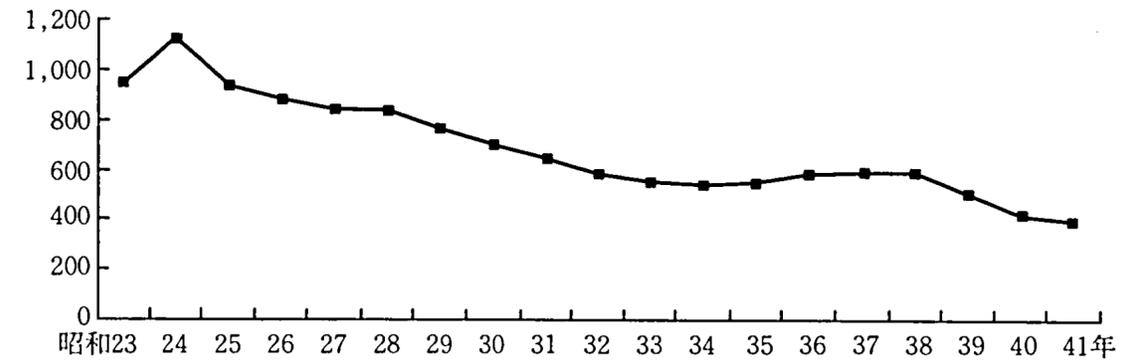
この時期の国債は赤字国債ではなく、交付公債や旧債の借換債、および短期証券であった。交付公債は、軍人遺族への給付金を現金でなく公債で払ったものや、農地改革に際して交付された農地証券などである。借換債は、旧債を26年まで(インフレによる負債減価に助けられながら)現金償還していたものを27年以降借換えに方針転換したものである。

また、この時期の公社債の消化先は、割引金融債を除いてほとんどが(実質的な日銀引受や資金運用部引受を含めて)金融部門であった。

証券業者の動向 証券業への参入は、アメリカの制度にならって登録制が採られた。業者数の推移を見ると(図 1-3)、24年以降長期的には減少傾向にあり、27~28年や30年代前半の株価上昇期には微増となっている。

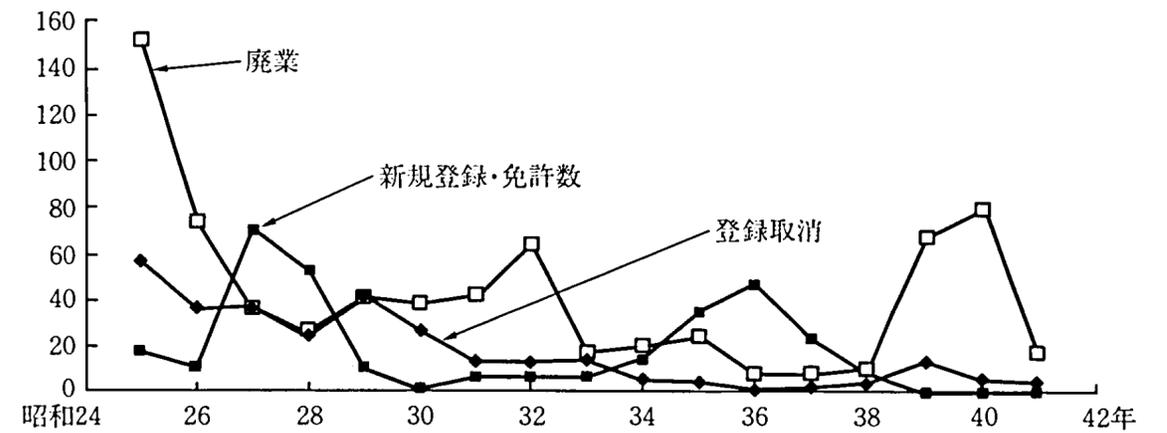
より子細に変動要因を見ると、27~28年の相場上昇期には新規登録数が増え、逆に下降期の29年には減少している(図 1-4)。27~28年の廃業・免許取消には

図 1-3 証券業者数の推移



(出所) 「理財局証券年報」および「大蔵省証券局年報」より作成。

図 1-4 証券業新規登録・免許数、廃業数、登録取消数



(出所) 「理財局証券年報」および「大蔵省証券局年報」より作成。

ヘタ株事件(後述)の処分が含まれている。また、29年から32年までの廃業のかなりの部分(219社)は、最低資本金引上げ(後述)の影響によるものである。

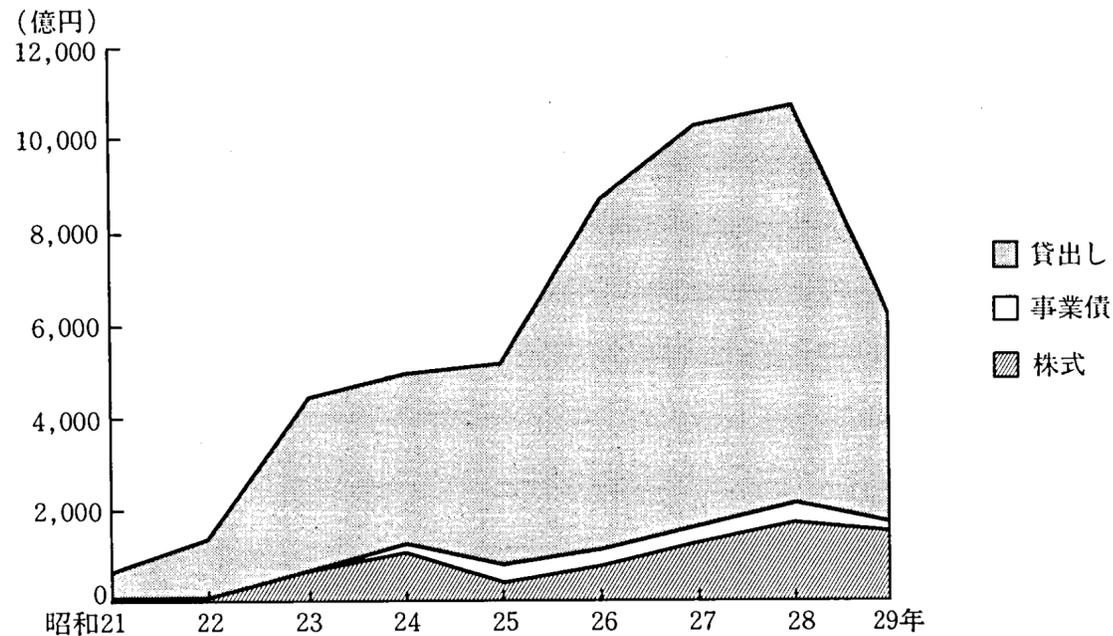
企業財務 外部資金調達に占める貸出し(借入れ)の比率は図 1-5 のようにすでに高く、30年代以降と同様である。29年だけは、増資の量は28年より減ったものの貸出しの量もそれ以上に減ったため、増資の占めるパーセンテージとしては30年代半ばの増資ラッシュ期に匹敵する高さとなっている。ただし、この時期の増資は40年代とは異なって株主や第三者への割当てによるものである。

2 証券政策の再出発

(1) 昭和28年「証券取引法」改正

占領軍の強い要請を受けて立案された23年「証券取引法」(昭和23年4月13日

図 1-5 昭和20年代の産業資金供給(増減)



(出所) 日本銀行「本邦経済統計」より作成(昭和24年までは年度)。

法律第25号)は、講和発効までの間にすでに3回ほど部分的に改正されていたが、¹⁾28年には監督官庁側の組織改革を含むやや大きな改正を受けた(昭和28年8月1日法律第142号)。この改正では、それまでの3回と異なって、アメリカの証取法にほぼ全面的にならった23年証取法をわが国の状況に合うように修正することに重きが置かれた。これと並んで信用取引制度も一部手直しされた。

取引所の免許制移行 24年に発足した東京、大阪、名古屋ほか各地の取引所は、証券取引委員会への登録によって発足した会員組織であった。28年改正においては、取引所は免許によって開設されることとなった。登録制のもとでも取引所は自由に開設されていたわけではない(現に、新たに横浜にも取引所を新設したいという動きがあったが、認められなかった)。その意味では、この改正の実質的効果は、開設の制限というよりもむしろ取引所に対する指導監督の強化にあったといえる。取引所集中主義の是非や取引所の民営化の問題はそれ自体非常に重要でありかつ興味深いが、そうした本質的な点についての議論はほとんどされなかった。そのことは実は後の昭和30～40年代になっても同様である。

証券業者の登録要件の強化 取引所、(証券業者の兼業する)証券投資信託委託業務、証券金融会社(後述)は免許制に移行したが、証券業者自体はこのときの改正においても免許制にはならなかった。業者の不祥事は後を断たなかった

ので、監督の強化の必要性はむしろ取引所や投信委託会社より大きかったともいえる。免許制への移行が遅れたのは、大蔵省自身が免許制移行には消極的であったからと思われる。すなわち、免許制を採るということは、いったん免許を与えられた業者が不祥事を起こしたときに、免許取消などの処分がなされて当の業者が制裁されるとともに、監督官庁たる大蔵省自身の責任も省の内外で問われることになる。とかく不祥事の多いこの業界に対する監督責任を、大蔵省としてはまだ負担できる時期ではないという判断であろう。²⁾その代わりに、証券業者の最低資本金の引上げ(後述)や登録取消などの手段の利用によって、登録制の運用強化によって指導監督の実を上げることが図られたのである。

証券取引委員会の廃止 証取法によって設置された大蔵省の外局としての証券取引委員会は、27年に廃止され、証券行政は理財局に証券第一課・第二課が新設されてその所管となった(昭和27年8月1日、29年5月15日、両課は統合されて証券課となる)。³⁾昭和27年8月16日、大蔵省の付属機関として証券取引審議会が設置されたが、審議会が諮問委員会として本格的に機能するようになるのは30年代半ばになってからである。証券取引委員会が廃止されたのは、特にどの事件なり事項で失敗があったからというのではないが、行政委員会に業者の指導監督を任せるといふ行政の仕方が日本の行政においては異質であったことが主な廃止の理由であったと思われる。

信用取引制度の改正 昭和26年6月に発足した信用取引制度は、日本独自の(つまりアメリカ式でない)証券金融会社を通じた日銀信用に支えられていた。証券金融会社自体は26年以前から存在していて、いわゆるローン取引などを行う民間貸金業者(したがって日銀や大蔵省の管轄外)であったが、28年の大蔵省令「証券取引法第四十九条に規定する取引及びその保証金に関する省令」(昭和28年8月27日大蔵省令第75号)により規制の方法が改められた。すなわち26年にはアメリカにならって信用供与率から規制を加えることと定められていたのが、保証金率から規制する方式に変更され、相場が過熱したときにこの率を変更するという手段を採りやすくなった。さらに、30年8月の「証券取引法」改正(昭和30年8月1日法律第120号)では一歩踏み込んで証券金融会社を免許制とし、免許を東京、大阪、名古屋にあった3社のみを与えて、数も整理した。

業界には、28年末からの株価低迷の打開策として戦前の定期(清算)取引の復

活を要望する声が関西を中心に根強かった。当局は、定期取引は投機的にすぎるとし日銀信用を介する方式の方が金融面からのコントロールが容易であると考え、⁴⁾これを認めなかった。上述の28年信用取引制度改正においても、定期取引と混同されやすい字句をわざわざ改めたほどである(証拠金を保証金に、未決済証券を未決済勘定に直すなど)。この定期取引復活運動は30年に最高潮に達し、自民党の政調会もこれを支持するなどの政治的な動きにまで至ったが、大蔵省の反対方針は強固で、このときは株価の回復によって運動も立消えになった。

(2) ヘタ株事件—登録制の運用例

ヘタ株とは権利株ともよばれる未発行証券である。未発行証券ではあるが、約定価格の45%の証拠金を納めれば発行日前に取引所外で売買することができる。ところが、取引所外の売買であったため監視も行き届かず、証拠金なしのケースが多かったため、決済リスクの大きい取引であった。

昭和25年11月8日、証券取引委員会委員長から各証券業協会に対して通達「店頭における未発行証券の権利株売買の適正化について」(昭和25年証取第2469号)を出して、未発行証券の売買を自粛することを求めた。しかし27年に入ると再び未発行証券の店頭取引が活発化したため、7月15日付で「未発行の有価証券の店頭取引について」(昭和27年証取第1032号)を取引所および協会宛に出して、取引所および協会の規則に違反した場合(届出効力発生前の売買は法的に無効であり、また集団的に店頭で取引するのは市場類似施設に当たり違法になる、など)には、厳重な制裁を加えるように要請し、さらに証拠金の預託を受けていない場合は証券取引法による処分を行うと警告した。ところがこの警告も効果なく、店頭取引が過熱し、ついに非会員の大光証券・竜ヶ崎証券が損保株の受渡しに不渡りを出し、それが波及して会員の山吹証券も不渡小切手を出すなどの影響が出た。そこで証券当局は、不渡りを出した3業者に対して、直ちに審問のうえ登録を取り消した。さらに未発行証券の専門業者4社に対しても検査を実施してそれぞれ廃業させ、またこの4社と関係の深かった6社に対しても検査を行い、そのうち丸藤証券を登録取消処分、他の5社を嚴重戒告処分に付した。これがいわゆるヘタ株事件である。なお、上述の専門業者4社の顧客は大手証券業者であり、その意味では大手業者は表面に出ずにヘタ株取引

を行っていたことになる。4社が自主廃業になったのは、これら大手の業者がこの4社の面倒を見るという条件での決着であったといわれる。⁵⁾

昭和28年4月21日の通達「未発行証券の売買の監督について」(蔵理第7622号)では、不渡りがなければ売買してもよいとの誤解が業界に見受けられるとして、有価証券届出の効力の発生しない未発行証券の売買は一切禁止という趣旨の周知が図られた。

この事件の処分は、登録制のもとで登録の取消しという手段を使うことにより、実質的に免許制に近い運用を行った事例ともいえよう。ただし、当時の登録取消の他の例においては、ヘタ株事件のような不祥事ないし法令違反事件に関連する処分よりも、証券業者の資産内容ないし支払能力が劣悪であることをもって取消しに踏み切ることの方が多かったようである。⁶⁾

(3) 「証券投資信託法」改正

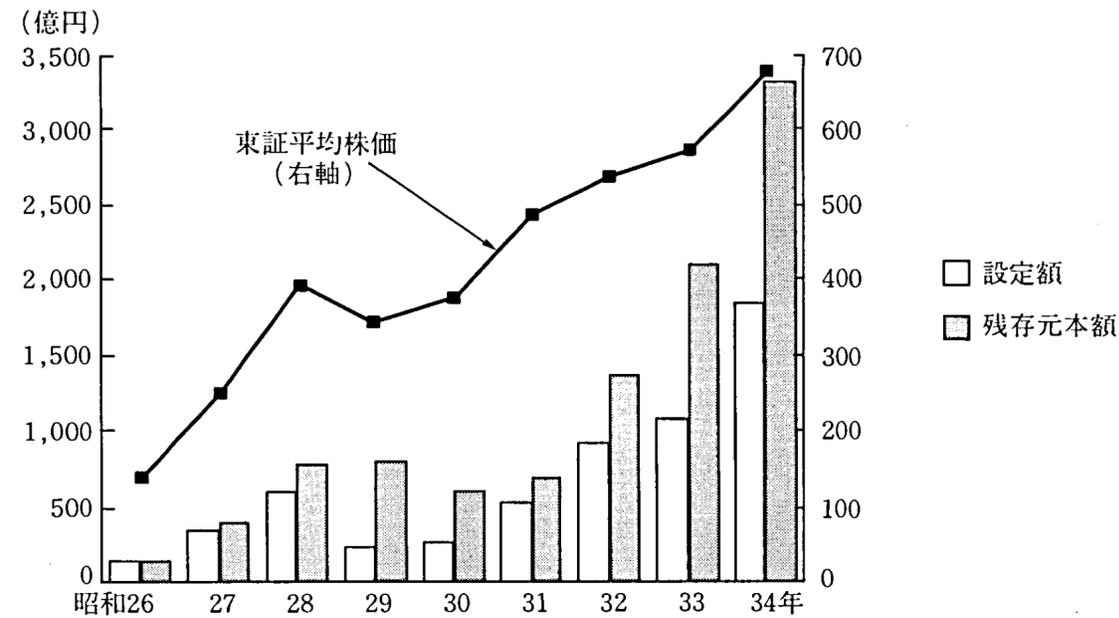
「証券投資信託法」(昭和26年6月4日法律第198号)の制定をうけ昭和26年に戦後の募集が開始された投資信託は、図1-6のように当初急速な伸びを示した。この急伸期の末の28年8月に「証券投資信託法」が改正され(昭和28年8月1日法律第141号)、委託業務が登録制から免許制に変わるなどの変更があった。28年末からの株価下落で新規設定額は落ち込み、残存元本も30年にかけて減少し、回復したのは30年代に入って株価が持ち直してからであった。このように、株価の動向次第で敏感に設定額が増減するのは30年代になっても同様であった。

(4) 証券業者行政

対業者行政に関してこの時期最大の事件は前述のヘタ株事件である。ほかには最低資本金制度の改正などがある。

最低資本金引上げ 昭和25年の「証券取引法」改正(昭和25年5月4日法律第141号)で法令によって定めることとされた証券会社の最低資本金は(昭和25年4月27日証券取引委員会規則第6号、昭和28年11月12日政令第345号)、27年に一度引き上げられ、その後29年に再び大幅に引き上げられた。すなわち、32年7月までの3年間の猶予期間において、平均3倍の資本金引上げが行われたのである。この引上げの対象は広く、全国822社(29年6月現在)のうち668社が増資を必要

図 1-6 昭和20年代の証券投資信託



とし、猶予期間内に独力で増資できずに合併・廃業などにより消滅した業者は219社にのぼった。

店舗行政 昭和31年までは、店舗の新設・移転・廃止については規制はなく、登録変更届出書を大蔵大臣に提出すれば行うことができた。

証券事故対策 昭和28年末から29年にかけて、証券業者の登録抹消または廃業が多数にのぼり、その中には顧客の保護預り有価証券を無断で担保に提供したり流用費消するものが続出したため、当局は29年9月16日通達「保護預り有価証券」(昭和29年蔵理第14458号)を証券取引所理事長および証券業協会会長宛に出して警告した。

〔注〕

- 1) 大蔵省財政史編『昭和財政史—終戦から講和まで』第14巻「証券」(昭和54年, 東洋経済新報社), 第4章第2節参照。
- 2) 小林鎮夫ほか口述「昭和23~29年までの証券行政」(大蔵省資料Z108-7-1)。
- 3) 大蔵省財政史室編『昭和財政史—終戦から講和まで』第4巻「財政制度・財政機関」(昭和52年, 東洋経済新報社), 570-71ページ。
- 4) 小林鎮夫ほか口述「昭和23~29年までの証券行政」(大蔵省資料Z108-7-1)。
- 5) 中村孝俊「証券業者の活動」(有沢広巳監修『証券百年史』, 昭和53年, 日本経済新聞社, 253ページ)。
- 6) 前掲, 小林鎮夫ほか口述「昭和23~29年までの証券行政」(大蔵省資料Z108-7-1)。

第2章 昭和31～40年—証券市場の拡大と証券不況

第1節 概 況

時代を区分して細かく見ていく前に、まずこの10年間の株式・債券市場、および企業財務の動向を数字を中心に概観しておこう。

1 株式市場の動向

図2-1は昭和28年から41年までの株価平均と年間株式売買高(金額)の推移を示している。図から読み取れるように昭和31～40年の間では、前半は上昇基調、36年央を境に後半で株価が下落に向かっている。

子細に見ると32年にも小さな株価の停滞がある。これは神武景気による昭和31年からのブームが国際収支対策の金融引締め(32年)によって終了したものである。しかし34年の金融緩和・岩戸景気とともに再び株式市場は活気づく。

しかし最も大きな転換は36年後半以降の株価下落であり、30年代に入って順調に成長を続けてきた株式時価総額も減少するに至った。これが40年にかけての大きな証券不況の始まりである。さまざまな株価対策が採られたが、証券会社の経営は悪化し、ついに日銀特融という非常事態に至った。

図2-2は、残高で見た国民経済全体での有価証券内訳である。この時期には有価証券のうち半分から3分の1を株式が占めている。昭和50年代になると、昭和50年で4分の1未満、55年で5分の1未満となり、これに比べると当時はまだ株式の比重が高かったといえる。

株式の保有状況は、株主の数で見ると非常に大衆化が進んだ時期といえる。

図 2-1 平均株価、売買代金(右)、上場総額(左)

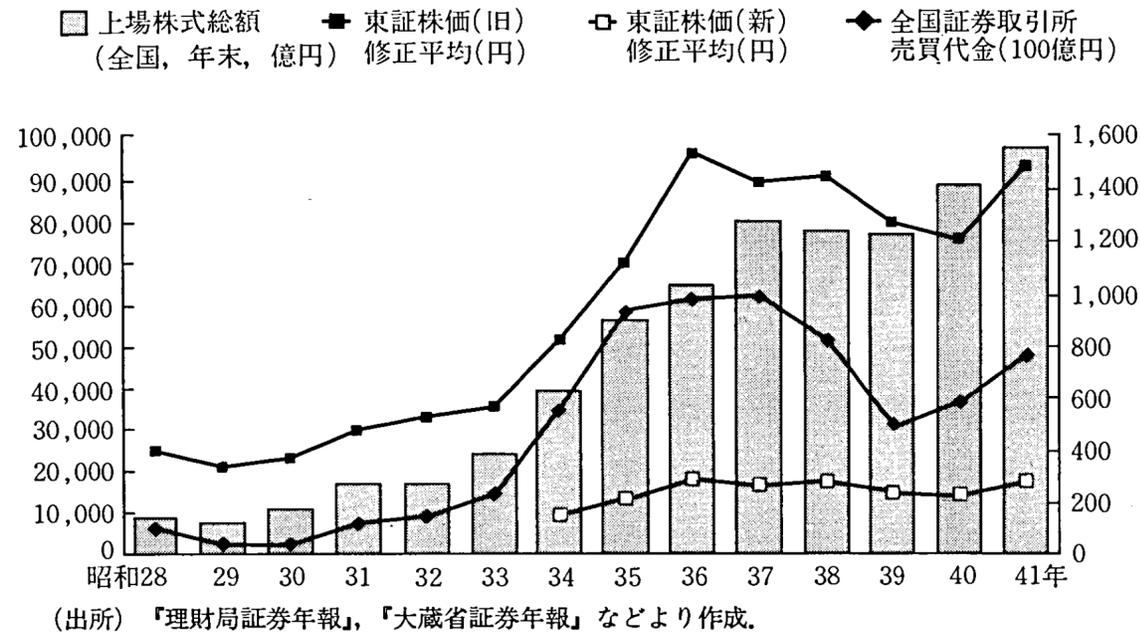
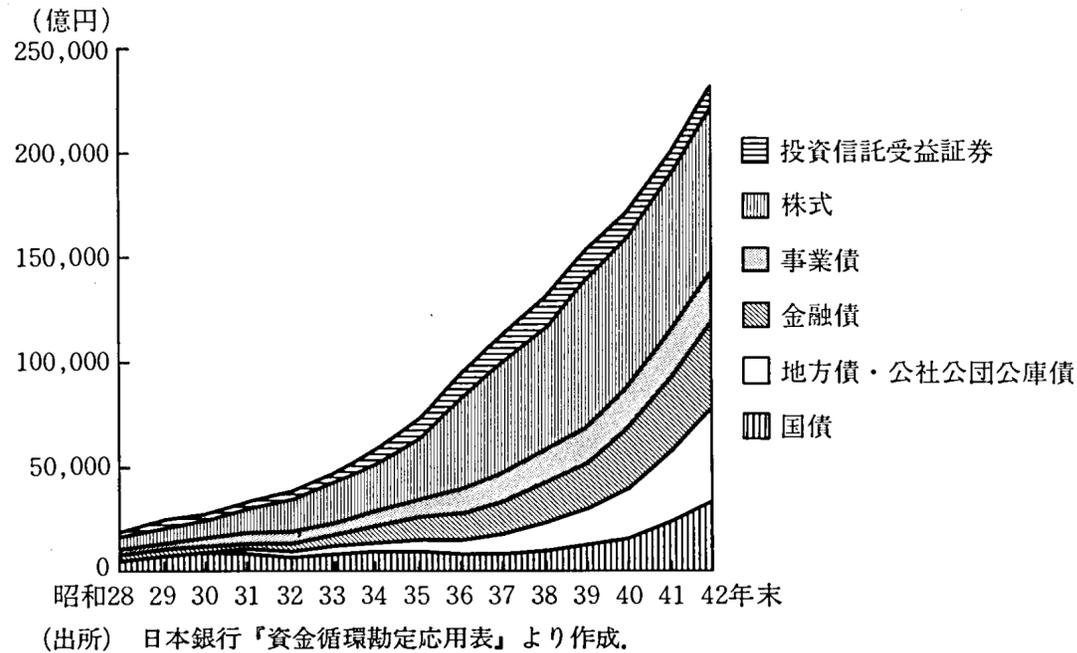


図 2-2 有価証券の内訳(残高)



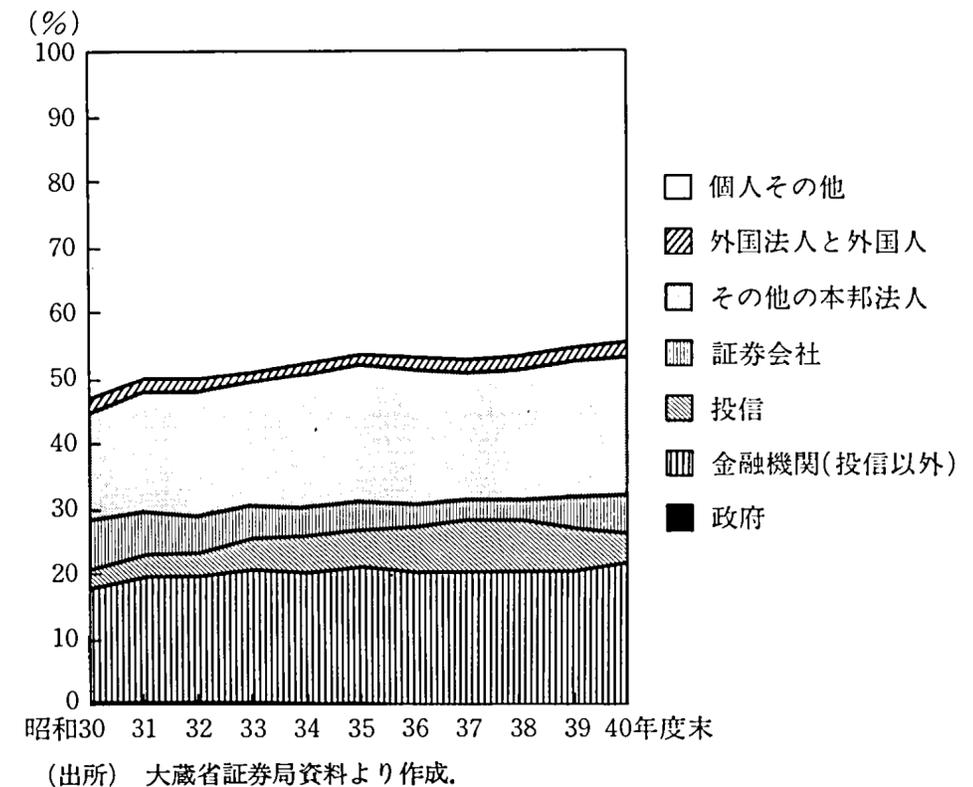
荒川弘の推定によると、¹⁾ 当時最も株式大衆化の進んでいたアメリカでは、株式を保有する個人投資家は、平均所得よりも上の層に集中していたが、日本では、平均所得付近あるいはそれ以下にまで分散していた。所得の分布自体が日米で異なるので単純には比較できないが、相対的に所得の高い層だけでなく中位所得者まで株式保有が及んでいたという意味では、荒川のいうように、アメ

リカ以上に大衆化していたともいえなくはない。

ところが、個人投資家の頭数は増えたものの、株式残高や総株数に占める個人投資家のシェアは高くなっていない(図 2-3)。36年度末の個人所有の株式数は全体の47%(投資信託を加えると50%)で、これは25年度末の68%より大幅に下落しているし、下のグラフからも明らかなように、30年代を通じてその数字は下落しつづけた。その意味では、当時の日本における株式投資の大衆化は流通市場全体から見れば局部的なものであり、大衆化とはいわば金融機関や法人のようなガリバーたちの足元の競争的周辺部のさらなる零細化であったともいえる。この時期から本格的に開始された証券会社の大量推奨販売は、こうした大衆化・零細化に並行したものである。

なお、ここでは詳しく触れられないが、この時期の大衆化が昭和60年代以降のもう一段の大衆化とどのように異なるかも興味深い。さしあたり目につく違いとしては、30年代に参入した個人投資家はどちらかといえばいわゆる優良大型株の長期保有指向が強く、これを可能にしたのがマクロ的な高度成長であったといえよう。

図 2-3 昭和30~40年株式保有分布(株数ベース)



その他では、投信が36～38年に急速にシェアアップしたことが目立つ。これは投信の資金規模自体の急成長を反映したものである。また、金融機関や法人の保有シェアは、個人とは逆に微増している。相場をしばしばリードするといわれた外人買いであるが、外国人および外国法人のシェアはさほど高くなく、安定していた。

〔注〕

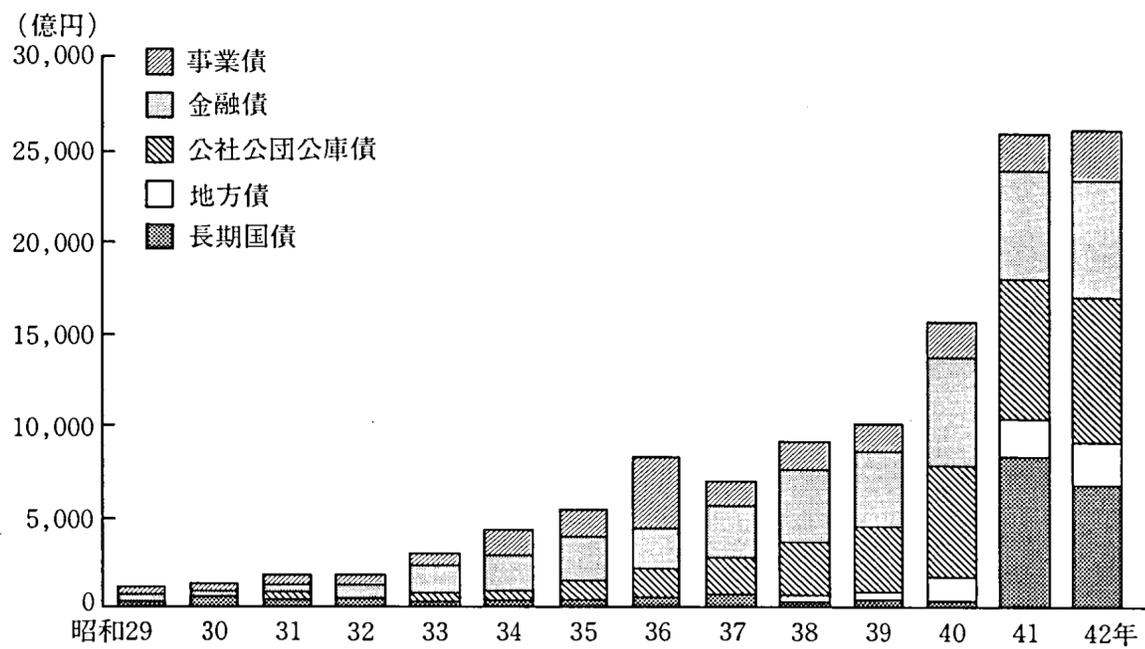
1) 荒川弘『証券恐慌前後』(昭和42年, 日本評論社)。

2 公社債市場の動向

株式市場とは異なって、公社債流通市場はこの時期になっても本格的には機能していなかった。昭和31年4月に公社債の取引所上場が再開されたが、その後も取引はごく低調であった。37年4月には、公社債投信の解約ラッシュに絡んで事実上公社債の取引が停止され、41年2月まで休眠状態になる。わずかに加入者引受電電債のみが細々と取引されていた。

図2-4は公社債の種類別発行額の推移である。政策当局によって起債自体も

図2-4 公社債の種類別発行額の推移(純増ベース)



(出所) 日本銀行『資金循環勘定応用表』より作成。

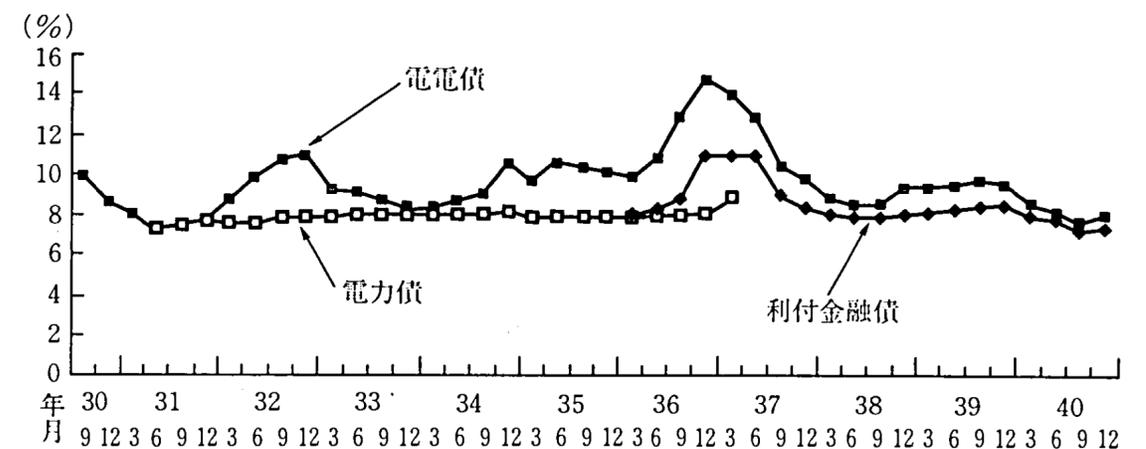
裁量的に規制されていたので、このデータに現れる起債額が、市場金利の動きに反応したものであるとはいいがたいが、発行の銘柄別内訳を見ておくことには意味があるだろう。

国債はまだ本格的には発行されておらず、公共部門の発行証券としては公社公団公庫債と地方債がある。公社公団公庫債と金融債はこの年代を通してほぼ順調に発行高を伸ばしたことが読み取れる。事業債は36年に大きな山があるが、これは36年1月に発足した公社債投資信託の急伸にともなって大量に発行されたものである。

ただ、加入者引受電電債は例外であり、消化先の電話加入者が売却した債券が主として証券会社の店頭で流通していた。その金利は当時最も実勢に近いといわれていたコール・レートとおおむね同方向に動いていた。電電債が上場されたのは昭和36年になってからであるが、そのときの金利で見ると地方債、政保債、金融債、事業債などの規制金利と比べて年平均でほぼ2倍になっている(図2-5)。また30年代前半のほとんどの年で、上場された公社債の売買高合計を電電債の店頭取引だけで上回るほどであった。その意味では当時唯一の長期の自由金利マーケットであるともいえる。

なお、この加入者引受電電債は、電話の加入者に強制的に購入させるものであったので、満期まで保有することを望まない加入者は大幅なディスカウント

図2-5 加入者引受電電債流通利回り

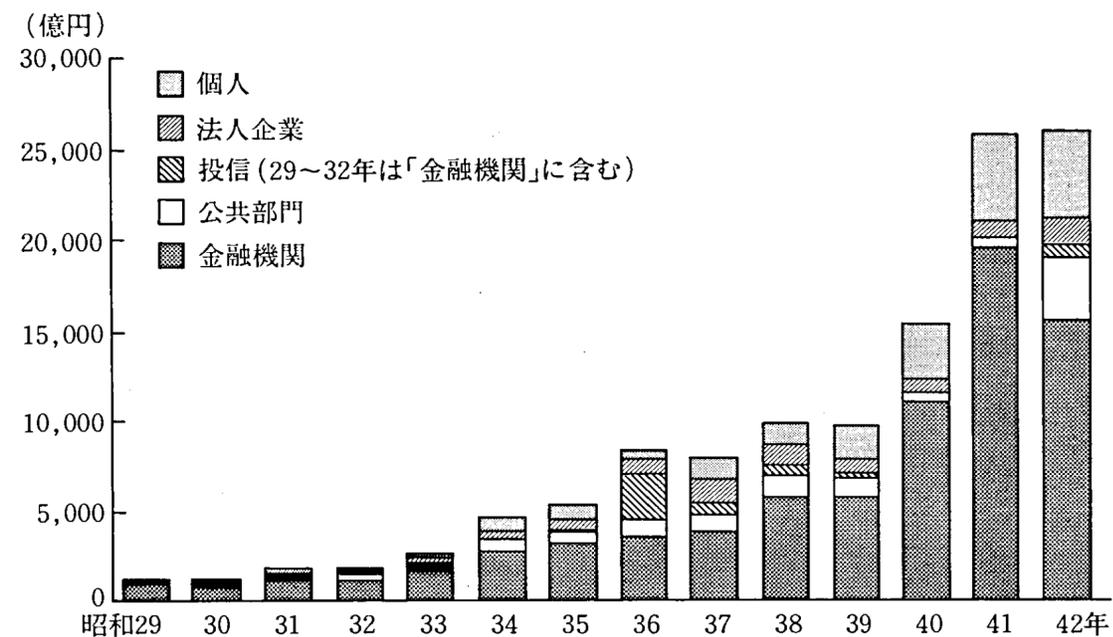


(注) 加入者引受電電債=36年10月上場開始の利付債。
電力債=31年4月上場開始。37年4月から41年2月まで取引停止。
金融債=証券会社の一般売却レート。
(出所) 野村証券『公社債要覧』より作成。

で証券会社に売却した。このディスカウントが大幅であったのは、加入者がこの債券購入の義務を電話敷設料の一部と観念していたため、といった説明がなされることがあった。しかし、他の金融市場が低金利に規制されていた中で、コール市場とこの加入者引受電債流通市場とが自由金利であれば、両市場でのディスカウントが相対的に大幅になる(金利が高くなる)のは不思議なことではない。たとえば、新たに電話に加入する者は、投資家として加入者引受電債と金融債などを比較して資産選択を行うと考えられる。金融債は満期以前に理論価格での買戻しオプションが事実上付いていた。その意味で金融債の流動性は電債より高い。大幅なディスカウントのうち少なくとも何割かはこれによって説明できるであろう。

図2-6は公社債の部門別保有増である。この期間全体を通して見ると、金融機関が最も大きな買手であることは明らかである。36年に投資信託が異常に増えているが、これは公社債投信が認可されて(その年だけが)爆発的に売れたことを反映している。また、30年代後半から非金融部門のうち企業よりも個人がシェアを増してくることも読み取れる。政保債と事業債、地方債の9割は金融機関による消化である。金融債は割引債の個人消化が多いため、4割から5割が金融機関による消化である。どちらの場合も残りは個人消化であって、今

図2-6 公社債の部門別保有増の推移



(出所) 日本銀行『資金循環勘定応用表』より作成。

日のように事業法人が資金運用のために持つというケースは稀であった。流通市場が機能していないのであるから、短期の資金運用には適さないし、そもそも企業の余裕資金も少なかった。機関投資家もまだ十分に育ってはいなかった。

3 証券業者数の動向

登録業者数の推移 証券業者の数は第1章図1-3が示すように、昭和30年代半ばにやや増えているものの、長期的に減少傾向にあり、そのまま40年代の免許制の時代に入っていく。証券業への参入よりも退出の方が多いたことがこの減少傾向の要因をなしている。

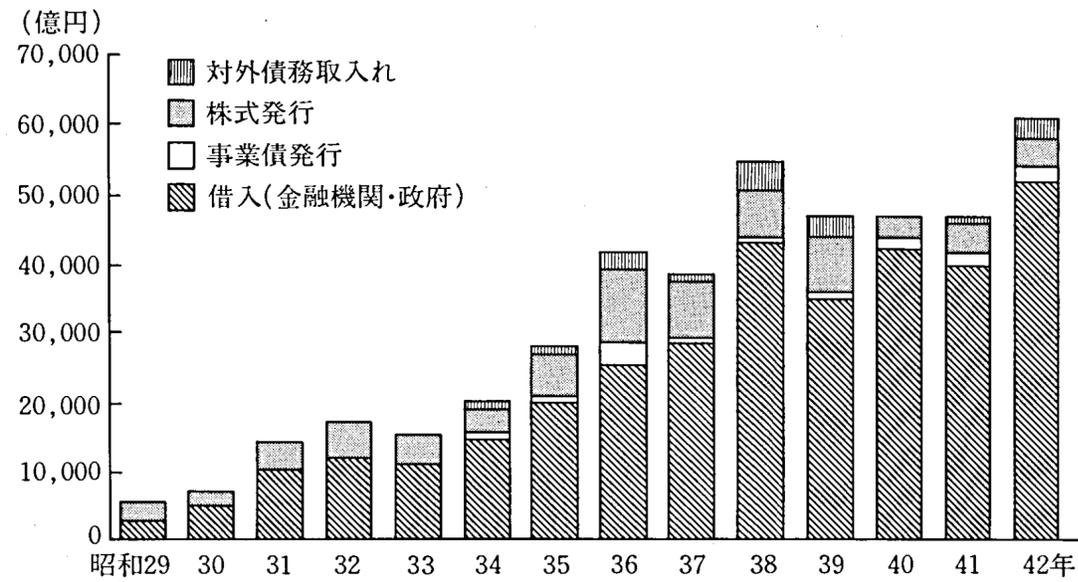
証券会社の設立は、この時期には大蔵省への登録によって行われていた。証券業への参入は新規登録によって、退出は廃業と大蔵省による登録取消とによって表される。昭和20年代末から40年代初までの新規登録数、廃業数、登録取消数を見ると、第1章図1-4が示すように、おおむね新規登録は証券相場の上昇期に、廃業は下降期に多くなることが分かる。新規登録と廃業を比べてみると、廃業の方が上回る年のほうが多い。他方、登録取消は、相場の傾向とは特に密接には関連していない。

4 企業財務の動向

図2-7は法人部門の外部資金調達の内訳である。昭和20年代や40年代に比べて株式の比重がかなり高いことが目を引く。実際、昭和36年の株式発行額の9644億円は、同年のアメリカの株式発行額37.44億ドルに(ドル=360円で換算して)ほぼ匹敵する規模であり、この頃の日本の株式発行市場が、世界的に見ても量的には巨大なものであったといえる。これは趨勢的要因としては高度経済成長にともなって増資や新企業設立の続出したこと、循環的要因としては金融引締め抜け穴として増資を利用する企業があったことなどが挙げられる。

しかしこうした活況も、36年央を境目として徐々に冷えていき、証券不況に至る。増資調整を経て山一証券事件(後述)の收拾されたあとには、株式による資金調達は30年代前半の水準以下に落ち込み、36年の水準に戻るには金額ペー

図 2-7 法人部門外部資金調達の内訳



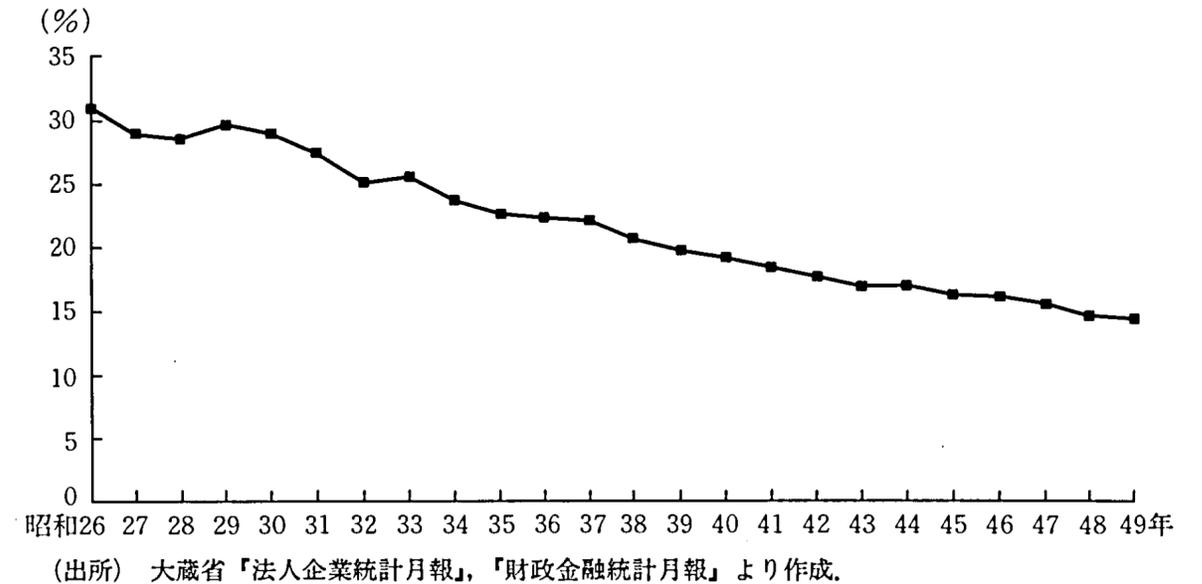
(出所) 日本銀行「資金循環勘定応用表」より作成。

スでいっても45年、外部資金調達に占める比率でいうと、昭和時代が終わっても回復していない。その意味では30年代半ばは戦後日本の企業金融にあっては特異な時期ともいえる。

自己資本比率は図 2-8 のように推移した。戦前の日本に比べても、また欧米特にアメリカと西ドイツに比べても自己資本比率が低いことが、克服さるべき欠点とみなされた。31年の『経済白書』では自己資本比率が戦前よりは低い水準ながら安定したことが戦後時代が終わったことの見方として掲げられたにもかかわらず、自己資本比率はさらに低落を続け、これは自己資本充実をめざす一連の政策を促す要因の一つにもなった。上述のように、フロー・ベースでは特異ともいえるほどに増資額が大きいのに、ストック・ベースでの株式の比率、すなわち自己資本比率は低いままであったということは、取りも直さず、外部資金調達全体が多かったこと、つまりは高度成長の反映であるといえよう。

最後に資金調達の国際化である。戦前に発行した政府外債が昭和30年から32年にかけて償還されて、ようやく再び国際的な資本市場で国債を発行できることとなった。すなわち、34年2月に日本国債3000万ドルがアメリカで発行されたのが、30年ぶりの外債発行であった。¹⁾ 民間証券としては、36年に川崎製鉄と住友金属工業がともにアメリカで私募債を発行したのが最初である。両社は世銀融資を受けており、世銀は融資の条件として、抱合せで自力による債券発

図 2-8 自己資本比率の推移(全産業)



行を要請していたことがこの起債の契機となった。

株式発行は36年6月のソニーによるADR(米国預託証券)200万株の発行が最初である。このあと東芝(37年2月)、本田技研(37年12月)、日本電気(38年1月)、関西電力(38年3月)と続いた。外貨建転換社債は37年9月に新三菱重工がアメリカで公募転換社債1000万ドルを発行したのに続き、同月に日立、12月に東芝と続いた。

このように、34年以降の海外証券発行は、まずアメリカで行われることとなったが、38年のアメリカの利子平衡税導入により、一部の特別免税発行を除いて、以後約10年の間、調達の道が閉ざされた。代わりにユーロ市場での発行が増え、武田薬品工業の転換社債1500万ドル(38年12月)を最初に、住友化学工業などが普通社債(39年12月)を発行した。株式は、大正海上火災保険の2000万株LDR(ロンドン預託証券)などが発行された。こうして38年後半を境にアメリカの比重が急落した。38年には総海外発行額の7割以上を占めたアメリカでの発行のシェアは、翌39年にはゼロであった。

[注]

1) 大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和27~48年度』第11巻「国際金融・対外関係事項(1)」編を参照。

第2節 昭和31～34年—流通市場の過熱対策から証券市場育成へ

この第2章で扱う10年間は、市場の動向と政策との関連が特に強く、証券政策の具体的な展開も株価の上昇期と下降期とで異なる。図2-1からもわかるように株価の下落に向かうのは昭和36年であるから、まず36年が一つの区切りとして便利である。他に、証券行政が本格化するのが34年理財局証券課の証券第一・二課への再編(昭和34年4月13日)と証券取引審議会再開であるから、ここがもう一つの区切りになる。こうして、この10年は前期(31～34年)、中期(34～36年)、後期(36～40年)に3分すると便利であろう。

ごく簡単に各期の特徴を述べておこう。前期は株式市場は順調で、目立った政策転換もなかった。他方、社債市場については主に日本銀行の担当する分野においていわゆる公社債市場の自由化政策が採られた。中期は依然として好調の株式相場を背景に、証券市場の企業金融、国民経済における地位を引き上げようとする方向で種々の政策が次々に打ち出された。その中には公社債投信の発足に関することがらも含まれていた。後期は山一証券問題に至る証券不況への対応と、それと前後した「証券取引法」改正(証券業者の免許制など)がハイライトである。

1 清算取引復活運動と証券金融

既述のように、昭和20年代後半に、低迷する株式市場を活性化するために、戦前の定期(清算)取引を復活させてほしいという運動が、証券業界を中心に盛んになった。大蔵省はこれに強く否定的であったが、最終的にこの運動を終焉させたのは、30年からの神武景気にもなう株価上昇であった。

他方、清算取引に否定的な大蔵省は、流通市場の金融面での円滑化は清算取引などの導入によってではなく、証券金融の充実によって図られるべきであるとしていた。すでに25年に専門の証券金融会社が全国で数社設立されていたが、

これらが証券取引法で認知されるのは30年8月の「証券取引法」改正(昭和30年8月1日法律第120号)によってである。このとき、証券金融会社は統合されて3社となったところで31年4月に免許が与えられた。

2 流通市場の過熱対策など

昭和34年以降の本格的な証券政策の展開に比べると、この時期のそれは多分に「過度の投機」を抑えるための対症療法であったといえる。

信用取引規制 神武景気後のナベ底不況(33年)は同年末に終息し、32年後半に一時停滞していた株価も再び上昇しはじめた。この過程で数回にわたり大蔵省による信用取引規制が実施された(昭和33年10月～34年10月)。

買占め問題 32年横井英樹らは経営権取得を目的に、内紛の続いていた同族経営の東洋製糖の株式買占めを画策し、激しい売買攻防が行われ、株価は急騰し、貸し株不足の事態に及んだ。当局および東京証券取引所はこうした動きに否定的で、東証の権限強化を行って、株価が「異常に変動」した場合、値幅制限、委託保証金の増徴などを命ずることができるよう規程を改正した。

自社株保有問題 33年配当課税をチェックしていた国税局の調査をきっかけに、検察庁が実態調査したところ、大企業160社が商法で禁止されている自社株保有を広範に行っていた。多くは証券会社名義ではあったが、企業買収への応戦・予防のために保有しているものであった。起訴するにはあまりに広範であったので、自粛を呼びかけた。

推奨銘柄の大量販売 この時期から証券会社が特定の銘柄を大量に仕入れてこれを推奨しマスセールスを行う商法が見られ、この手法としてバイカイが用いられた。34年3月から、各社にどの銘柄を推奨販売したか報告させた。

3 公社債市場の「正常化」(1)—流通市場

株式市場の上場再開に比べて公社債の上場は遅れ、ようやく昭和31年4月になって実現した。もちろん、流通市場が機能しているかどうかということと、取引が取引所に集中しているかどうかということとは、同じではない。その意

味では上場再開をもって流通市場再開と称するのは不正確である。しかし店頭での流通がある程度以上に多くなれば上場は市場参加者の便に資することは明らかであろう。事実、加入者引受電債は、電話の加入者が購入直後に売却することが多かったため昭和20年代末から店頭に出回りはじめ、30年8月から東京証券業協会が店頭気配値を発表するに至った。上場再開を待たずに独自に価格情報サービスが供給されたのである。

ところが31年4月の上場再開後も取引所での公社債取引はきわめて低調で、しかも証券会社のバイカイが中心になるという変則的な事態が続いた(バイカイ自体については株式を含めて後述)。もっと早い時期からの再開を望む声もなくはなかったが、金利規制のもとに公社債の発行を管理する大蔵省や日本銀行にとって自由金利の公社債市場の育成は、特に必要や魅力のある課題ではなかったといえる。

それでは、50年以降と違って転売規制などを行わなくても流通市場を未発達のままにしておくことが可能であったのはなぜか。それは流動性への需要に対して、日銀オペや日銀貸出の担保適格性の指定によって対応しきれたからである。この点を明らかにするために、次のような状態を仮想してみよう。すなわち、もしも公社債について仮に日銀オペを行っていなかったとしたら、あるいは買いオペ・担保融資の量的保証(日銀の輪番オペや対市中貸出限度額規制の枠)がより不確実であったらどうなるか、である。

そのような場合は、銀行間で流通市場ができるかとか、昭和50年代にロクイチ国債で現実となったように銀行が公社債の引受けに消極的になるとかの事態が当時でも出てきたであろう。実際、先述した加入者引受電債は、日銀オペの対象外であったので規模は小さいものの自然発生的に流通市場をもつに至ったという事例になる。時期は後になるが現先市場も類似の例である。

日銀オペや担保金融の対象となっていた公社債についても、仮にオペや日銀信用が十分でなければ自然発生的にこれを補う流通市場が発生していたはずである。そうはならなかったのは、公社債保有者(主に銀行)の側で、いずれは日銀の買いオペや担保融資によって流動化できるという予想を立てることができ、かつ日銀のほうもそうした予想を裏切らずにオペや限度額規制を続けることができる程度の分量の流動化だったからかもしれない。国債が大量に発行されて

累積してくれば、流通市場なしに流動化需要を満たすことがますます困難になってくるはずだからである。

こうした流動化方式の長短はどうだろうか。長所、というより元々の目的は、低金利政策の一環としてである。流動性をどこかで供給する必要はあるのだが、それを自由金利の流通市場で与えるようにしてしまえば、規制金利の体系を維持できないからである。短所の一つとしては、機動性の不足が挙げられよう。流動性は市場からは与えられず、政策当局からのみ与えられる。したがって流動化政策の相手や時期を日銀があらかじめ選んでおかねばならないという固定性が発生する。あらかじめ選ばれていなかった主体が流動性不足に陥ったとき、もしも政策的に対応が必要であるとしても、対応が遅れる恐れがある。実は後の山一証券問題がこれに該当すると思われる。

4 公社債市場の「正常化」(2)—発行市場

他方、起債市場では昭和30～31年の金融緩和期にはいわゆる起債市場の自由化が行われた。まず、数次にわたって社債諸手数料の引下げ、起債単位引上げ、社債の期限延長(5年から7年へ)などが行われた。また、いわゆる適格債事前審査制度(後述)が廃止された(31年1月)。しかし、発行条件がさらに引き下げられるのではないかという起債側の予想から、31年7月には起債の希望はごく少なくなってしまった。そこで起債懇談会と起債打合せ会は自然休止してしまった。これを起債の自由化と称したのである。

ところが34年金融緩和以降の社債発行希望急増で再び起債調整(ローテーション方式)が復活する。したがって、起債の自由化といわれたものは、実は発行の誘因が弱いときに限って自由に発行することを許す、という政策のことにすぎない。

なお、ここで廃止された適格債の事前審査制というのは、正式には日銀貸出の担保適格社債および指定地方債の事前指定方式である。年代としては第1章の範囲に属することであるが、ここでまとめて見ておこう。この事前指定方式は昭和24年に採用されたものである。復金債の発行停止(昭和24年)の代替措置として、同年6月に、

- (1) 銀行保有の既発行分復金債の日銀買いオペ
- (2) 日銀貸出の適格担保の条件を社債について国債と同等とする。ただしどの社債を適格にするかは、社債の発行前に日銀が審査する制度の開始(適格担保の事前指定)。

の二つが行われた。これは社債全般の優遇というよりは、社債の選別ということである。どの銘柄を選別するかは起債前に審査されるので、実際に発行される社債はすべて優遇されるかに見えるのである。

なお、この事前審査制度が機能していた24～31年の間は、各月の社債発行額はその月の日銀のオペの資金供給量によって事実上制約されていた。すなわち、社債の約9割は金融機関が消化し、金融機関は(すでに日銀貸出の担保適格であることが分かっているので)ほとんどその日のうちに日銀に社債を持ち込んで流動化したからである。このリンクは31年以降は弱まったものと考えられる。

さて、31年に自然消滅した起債懇談会と起債打合せ会に代わって、八行会と称する受託銀行8行(興銀、三井、三菱、富士、住友、第一、勧業、三和)の会合において実質的な起債調整が行われるようになり、これをベースに全受託銀行会と証券大手4社の入った起債打合せ会が開催され最終決定がなされた。このプロセスで実質的な選別に影響力をもったのは日本興業銀行を中心とする受託銀行である。年度間および各月の起債総額については日本銀行が内面指導を行った。¹⁾日銀が「内面指導」するのはともかくとして、八行会が実質的に起債調整を行うのは、結託して他の受託銀行の参入を排除し、競争を制限することになっていた可能性があり、これを政策当局が(分業という形であるにせよ)黙認していたことに注意すべきであろう。

以上のように、公社債市場の自由化や正常化とよばれたものは、あまり実質的なものではなかった。この「正常化」の意義は、起債への規制が緩和されたか否かよりも、むしろこの後長く続くいわゆる自主的な起債調整方式の原型が成立したことにあると見てよい。

それでもなお自由化・正常化を表面的には唱えなければならなかったのは、基本的には産業界の金融・証券取引制度への不満(たとえば経済同友会の30年提言)に配慮したためであろう。起債調整に関しても、実質的には日銀・大蔵省が最終的決定権(拒否権)をもっていたのに、わざわざ興銀など民間に選別の実

務を委ねているかのような外観をもたせた理由の一つも、これであろう。金融当局が社債発行を不当に規制しているという批判が上がれば、否、民間銀行と証券会社に委せてあると反論するためである。後に金融正常化論が一時影響力をもった理由の一つも、こうした産業界の不満に訴えるところがあったことと思われる。ただし、産業界の方は証券市場なり社債市場の発達自体を望んでいたかどうかは疑問である。一般事業債は拘束預金が不要な分だけ実効金利が低くなるので、起債が認められれば低コストの資金調達が可能になると考え、起債の選が緩和されることないしは自社が選に当たることを望んだのである。自己資本比率の上昇についてはさらに関心は薄く、競争力を維持するための設備投資をすることが先と考えられていたとあってよい。また、金融正常化論とペアになっていた安定成長論も産業界の望むところではなかったはずである。

〔注〕

- 1) 日本銀行資料。

5 受託、引受け、起債調整

それでは、受託銀行を中心とした起債調整は、どのような経済的機能をもっていたか。また、どのような政策的判断によってそうした制度的枠組みが選好されたか。受託銀行が大きな影響力をもっていたのはこの時期に限ったことではなく、少なくとも昭和40年代後半まではほぼ変化なく続くが、上述の社債「正常化」運動とも関連するので、ここでまとめて論じておく。

(1) 起債調整の資金配分機能

まず、起債調整の前に適用される適債基準・格付について説明しよう。

適債基準・格付のいずれについても、純資産額に最も大きな重点が置かれる。純資産の次に配当率が重視され、ほかに純資産倍率、自己資本比率、使用総資本事業利益率、インタレスト・カバレッジ・レシオなどが考慮される。適債基準は第1次関門であり、これをパスすると、第2次関門たる格付がなされる。これらの手続は電力債、ガス債、地下鉄・民鉄債、放送債(NHK)、国際電電

債、新聞など報道会社の社債などについては適用されない。また、適債基準についてはすでに発行実績のある既往銘柄と実績のない新顔銘柄とで区別があり、新顔銘柄についてはより基準が厳しい。

こうして適債基準を満たし、格付を与えられた起債案件が受託銀行からなる八行会にかけられ、そこで起債調整が行われる。これについては従来おおよそ以下の四つのことが指摘されてきたので、¹⁾それぞれ要約し、コメントを加えておくことにしたい。

第1に、有担原則や発行者のバランスシートの内容についての適債基準が、アメリカなどに比べると非常に厳しいこと。またこの適債基準が、結果としては成長企業に厳しく、停滞的な大企業に甘いと指摘されることもある。前者の点は、50年代以降になって、国内起債市場が空洞化することに端的に現れていると見てよい。しかし、後者については留保が必要である。成長途上にある中小企業に厳しいというのは、程度の差はあれ、アメリカの公募社債市場についても(私募債との比較上)当てはまることだからである。アメリカの成長企業は大企業になるまでは私募債・株式で資金を調達するものである。この点に関する限りは、むしろ日本に特徴的なのは、成長途上の中小企業に厳しいこと自体よりも、そうした厳しい選別をもたらすものが、アメリカでは投資家のいわば保守的な投資態度であるのに対して、日本では、受託銀行が(当局の指導のもとに)作る適債基準であること、といえよう。

第2に、起債条件が統制されていて、発行金利が低く抑えられていたこと。これによって発行市場は慢性的に(債券の)超過供給が存在することになり、第1の点として述べた厳しい適債基準をもたらしたともいえる。

第3に指摘されるのは、起債に至るまでのスクリーニングの過程で、引受けよりも受託、言い換えると証券会社よりも銀行が強い影響力をもったことである。証券会社の入らない八行会で起債調整の主要な作業を行うこともその現れである。これについては、後述するように受託が実質的な支払保証であるとすれば、引受証券会社はいわば受託銀行の保証の付いた債券の小売を担当することになるから、発行者との交渉や政策当局との意思疎通を含めた起債調整の過程で受託銀行のほうがより大きな影響力をもつのは無理からぬところであるともいえよう。ただ、仮に発行者が受託をバイパスする形で(言い換えると受託銀

行による実質的な支払保証なしで)社債を発行するという選択肢が許されていれば、受託銀行のこうした影響力がかくも広範囲に長期間持続したかどうかは疑わしい。²⁾

第4に、この起債調整が日本経済のマクロ的なパフォーマンスにどのような影響を与えたかについては、従来は起債調整のような市場メカニズムへの介入は資金配分の歪みをもたらすと考えられることから、経済学的に肯定的な評価をされることはほとんどなかった。最近では、資金配分が歪むのは確かとしても、資本蓄積の方は逆に促進された可能性があるという議論も現れている。³⁾ただ、当時の政策当局の意図は、マクロ的な資本蓄積を直接に促すことよりも、むしろ選別的に特定の重点産業へ資金を優先的に配分し、その結果としてマクロ的なパフォーマンスを改善することにあつたと思われる。政策当局から見れば、社債発行を統制する方法のほうが民間銀行貸出に指導する方法よりも、包括的に選別することができるので、その意味ではより強く政策を反映させることができるともいえる。適債基準・格付という手続において、上述のように電力債などが別扱いになっているのもこのことの現れである。

政策的に優先的に資金が供給される産業・企業が直ちに金融的に(言い換えると支払能力からみて)も優れているというリンクは一般的には成立しない。しかし、社債発行のうえで優先された産業はおおむね、金融面以外に、それぞれの時期の産業政策で保護・援助・強化されていた産業であることを考えてみると、このリンクが可能であったといえる(このことは社債発行の優先のみならず、日本開発銀行などの政策金融についても多かれ少なかれ当てはまることである)。

このような見方に対しては、選別的にすることが目的で当局が社債を選好したのであれば、銀行貸出によって供給されている資金も社債に回ってしまうように誘導するほうがよかったことになるのではないかと、という反論がありうる。ところが、それは妥当な反論とはいいがたい。というのは、次の(2)で述べるように受託銀行は募集を受託した社債に実質的にオフ・バランスシートで支払保証を付けていると考えられる。そうした事実上の保証付与を可能にしたのは、発行社債銘柄の厳選、すなわち適債基準の適用であつたと考えられるからである。起債基準を緩和して、しかも実質的な支払保証を付与しつづけるとすると、いかに高い受託手数料を取るにせよデフォルトの件数は増加し、受託銀行の財

務状態は悪化するであろう。したがって、直接統制のきく社債の発行量を増やして、統制のききにくい民間貸出の分をも代替してしまうというプランは、仮に実行可能だとしても逆効果になる恐れが強いのである。

ただ、そのような投資は、長期にわたって市場参加者が変わらないという前提でのみ意味をもつ(特定のメンバーからの信頼を得るためだから)ので、社債発行がより自由になれば廃れていく取引方式ではないかと思われる。

(2) 受託銀行の実質的支払保証機能

もう一つ、受託銀行の経済的な機能を論ずる際に見落としてならないのは、社債がデフォルトしたときの事後処理である。戦後デフォルトした社債は(和議により償還期限を延長した昭和28年の1件を除き)すべて受託銀行が買い取っている(表2-1)。

事後的とはいえ受託銀行は常に買い取ってきたのであるから、投資家のほうも、社債は受託銀行の事実上の支払保証付きであると観念して購入するようになったであろう。したがって利子率が低くても機関投資家はいわば安全資産として購入する動機をもちうる。受託銀行が機関投資家を始めとする消化先に社債をプレスすることができたのも、これによるところが大きいと思われる。危険資産であるにしては応募者利回りが低すぎるからである。もちろん、こうしたことが可能であったのは、より利回りの高い代替的な安全資産(たとえば大口定期預金や流通性のある国債)が存在しなかったからである。

受託銀行側のメリットとしては、発行者から徴収する受託手数料が、アメリカのアンダーライター手数料の数倍から数十倍に達する少なくとも一部はこの支払保証料と考えられる(残りは受託業務への新規参入規制による超過利潤に相当する)。それではどうして最初からはっきりと支払保証を付けて保証料を取るということをしなかったかという問題が残るが、ここでは一応の試論を述べておく。仮に受託した社債のすべてに銀行が支払保証を付したとしよう。これをすべてバランスシートに計上すると、債務は膨大なものになってしまう。これは信用不安すらもたらしかねない。すなわち、支払保証を付した社債がデフォルトしたときに、保証銀行の預金者が一斉に預金引出しに走れば、実際に保証の実施が不可能になってしまうばかりか、他の金融機関にもこれが波及して信

表 2-1 デフォルトした社債の事後処理

昭和年月	起債企業	種類	発行残額(100万円)	受託銀行	適用申請法	事後処理	買取価格
28. 6	津上製作所	SB	発行額250	大和	和議	償還期限延長(31→35)	額面
29. 11	高砂鉄工	SB	174	勸銀	会社更生法	受託銀行一括買取	理論
30. 7	東洋繊維	SB	377	興銀, 広島	会社更生法	受託銀行一括買取	額面
40. 2	日本繊維工業	SB	318	三和, 勸銀	会社更生法	受託銀行一括買取	理論
40. 3	山陽特殊鋼	SB	200	神戸, 興銀, 三菱	会社更生法	受託銀行一括買取	額面
44. 4	明治鋳業	SB	408	三井, 第一, 北拓	会社解散	受託銀行一括買取	額面
50. 3	興人	SB	186	第一勸銀	会社更生法	受託銀行一括買取	額面
53. 2	永大産業	CB	690	一勸, 三井信, 三菱信	会社更生法	受託銀行一括買取	額面
		SB	932	大和, 一勸, 三菱信	会社更生法	受託銀行一括買取	額面
		CB	1,300		会社更生法	受託銀行一括買取	額面
		ユーロドル					額面の104%
		CB	3,092千ドル	トラスティイローロ・ダイベンチャー		保証銀行3行買取	額面
59. 2	大沢商会	SF-SB	約1,000千SF	三和(保証会社)	会社更生法	保証銀行一括買取	額面
59. 7	リッカー	SF-CB	約850千SF	なし	会社更生法	受託銀行一括買取	額面
60. 8	三光汽船	SB	9,180	大和, 長銀, 東海	会社更生法	受託銀行一括買取	額面
		CB	3,200		会社更生法	受託銀行一括買取	額面

(出所) 証券団体協議会「社債市場活性化策の実施状況」(平成2年)より作成。

用不安が生ずるなどの危険性である。このように考えると、自主規制時代を含めて起債のスクリーニングが非常に厳しいのは、政府・日銀がそのように指導しただけでなく、受託銀行の側にも、実質的に支払を保証できる程度に選別を厳しくする誘因が存在したからであると理解できる。

そしてこの受託銀行側のスクリーニングと、当局の政策的な優先順位との両方を合わせて起債調整が行われる。前にも述べたように、優先順位の高い産業は、金融面以外に、それぞれの時期の産業政策で保護・援助・強化されていた産業であるから、受託銀行側の選考結果と政策当局側の選考結果には共通部分が存在する。それが「基幹」産業の巨大企業であって、起債調整とはこうした二重のスクリーニングの過程のことであるといってもよいであろう。

〔注〕

- 1) これらの点については、証券取引審議会基本問題委員会「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」(昭和52年10月18日)を参照。
- 2) 昭和31年に証券業界が引受機能の拡充のために設立した公社債引受協会の活動も、こうした経緯から調査活動が主となってしまった経緯がある。
- 3) 山崎福寿「起債条件の緩和と資本蓄積」(岩田規久男・石川経夫編「日本経済研究」, 平成元年, 東京大学出版会)。

6 証券業者行政

後の時期との比較の便のために、証券会社の財産経理に関する行政、証券事故対策、店舗行政というように項目に分けておく。したがって一つの通達が複数の項目にまたがることがある。¹⁾

(1) 財産経理についての行政

(A) 経営に関する行政

「証券業者の経営について」(昭和31年12月3日蔵理第12561号)

このときまで、証券会社行政の重点は不良業者の摘発・処分におかれていたが、この通達により初めて証券業者の長期安定をめざす指導が行われた。通達の概要は、

- (1) 自己資本の充実のために有価証券の評価に低価法採用、諸積立金は税法

限度まで積み立てさせる。賞与・配当など社外流出も極力切り詰め、内部蓄積を図るよう指導する。

- (2) 経営の基盤を手数料収入におき、広告宣伝費、人件費などの増加を抑制する。店舗は採算性を中心とし、かつ経営規模に応じたものに限定する。なお、有価証券の保有は必要最小限にとどめるよう指導する。

- (3) 資金の効率的な運用を期すため、真にやむをえない場合を除き立替え・貸付け等は行わないように指導するとともに、営業用不動産も必要最小限にとどめるよう指導する。

などである。もうひとつの通達は、

「証券会社の経営指導に伴う資料の徴収について」(昭和32年2月13日蔵理第1542号)

それまで証券業者から定期的に徴する報告書は、営業報告書(年次)と主要勘定残高(月次)であったが、これに諸々の資料を追加させることにした。月次では主要勘定残高表の付属資料と売買高報告書、半年ごとでは給与支給状況表、有形固定資産明細表、借用不動産明細表、決算時では各種償却・引当て・積立計画書、その他随時に増資計画書や店舗の新設・移転計画書、不動産の取得・建物の新築改築の計画書などである。

(B) 決算指導行政

年度ごとに見ていくと、

昭和31年度

「証券業者の経営について」(昭和31年蔵理第12561号)(上述)

決算指導自体は登録制の初期から行われていたが、この通達により、初めて決算指導の基本的な考え方が示された。

昭和32年度

上記通達の趣旨に則り資本金5000万円以上の取引所会員に対して、条件の充足度によって、1割2分、1割以下、無配などと配当基準が示された。

配当基準なるものを示すということは、配当性向についてのカルテルを監督官庁が設定することでもある。たとえば銀行についても行われていたことではあるが、ほかならぬ証券行政当局が行っていたということは、当局の配当に関する考え方、および証券会社に関する考え方(金融仲介機関として?)を表して

いるともいえる。

昭和33年度

「証券業者の昭和33年9月期の配当について」(昭和33年10月27日蔵理第8647号)により32年度に準ずる指導を行った。

(2) 証券事故対策

「顧客注文の処理の正常化について」(昭和33年5月1日蔵理第3178号)

証券会社が顧客の住所・氏名を偽って記録していることが検査によって判明する事例があり、これは法令違反であることを周知徹底させるよう指示したものの。

(3) 店舗行政

昭和31年までは、店舗の新設、移転、廃止については特に規制はなく、登録変更届出書を大蔵大臣に提出すれば行うことができた。次節で述べるように、34年頃から行政が本格化する。それまでの間は、以下のような段階的で緩やかな規制にとどまった。

「証券業者の経営について」(昭和31年蔵理第12561号)(上述)

この通達は、証券業者の経営全般に関する指導要領として出されたもので、店舗の具体的・直接的な規制には至らなかった。

「証券会社の経営指導に伴う資料の徴収について」(昭和32年蔵理第1542号)(上述)

資本金5000万円以上の業者が店舗の新設、移転を行う場合には、事前に計画書を提出させることとした。なお、資本金5000万円というのは、元引受証券会社の最低資本金(29年7月引上げ)に相当する。

[注]

1) 大蔵省証券局資料。

第3節 昭和34～36年—証券政策の本格化

1 証券政策の転換と金融正常化論

証券政策・行政が本格化したのはこの時期であり、それにともなって理財局の機構も改組された。すなわち、理財局証券課から証券一課と証券二課が設けられた(昭和34年4月13日)。これは昭和29年に証券一課・二課が証券課に統合されたものを再び分離したものである。また、証券取引審議会が再開され(34年6月)、本節で述べていくように、かなり短い期間に以後数年間の証券政策の方向を決める多くの重要な問題が審議された。その議論の過程で金融正常化論の影響には注意しておく必要がある。

「金融政策」編(第9巻)でも論じられたように、金融正常化論にもいくつかのバージョンがある。ただ、どれにもほぼ共通していたのは金融構造のあり方が景気変動に影響を与えうるという前提であり、また日本の経済成長についての(事後的に見れば)悲観的な見方であった。つまり、高度成長は長続きしないのであって、いずれすぐ揺り戻しが来るという予測である。そこから一步すすんで、成長率はやや低めでも変動幅が小さいほうが良いという判断に至ったのが経済同友会の安定成長論であったし、むしろ成長のために特定産業に重点的に資金を割り当てるべきであるという方向に進んだのが当局の政策であった。

日本銀行の多数意見はこれとはやや異なって、国際収支赤字やインフレのとき以外は需要に応じて受動的に成長通貨を供給するべしというものであった。したがって吉野俊彦らが間接金融の優位という表現で日本の金融構造を否定的に評価した(昭和37年)ことは、¹⁾必ずしも日本銀行の公式の見解ではない。また、金融構造自体が実物経済に大きな影響を与えるとみなす点では、吉野の考え方はむしろ金融正常化論の方と共通点をもつともいえる。

大蔵省・通産省の初期の金融正常化案(28～30年)は、外為特別会計の外貨を使うなどしてオーバー・ローン解消することに重点がおかれていて、証券市場の発達促進は入っていない(「金融政策」編参照)。したがって、証券取引審議

会の集中審議の行われたこの時期から、証券とくに社債市場の拡充に取り組みはじめたといえる。ただ、大蔵省内部で証券市場の育成について最初から意見の統一があったかどうかはやや疑問で、たとえば当時銀行局などは、積極的な関心を示しているとはいいがたく、『銀行局金融年報』昭和34年版での扱いもごく簡単である。

証券市場の育成が重要という考え方が力を増したのは、一つには自己資本の充実というかねてよりの目標が、後述するように、危うくなってきたことがあり、ほかには株式市場が活発化するに従って種々の事件も増えてきて、業者行政を強化せざるをえなくなったこと(この要因は、後の免許制導入でさらに強くなる)、また政策的な資金誘導の手段として社債が利用されたことなどが挙げられる。

そうした意味では34年からの数年間は、省内外で、証券行政・証券政策の有用途が初めて本格的に評価された時期ともいえる。本章で述べていくように、この評価成績は、36年を境目に証券側にとって厳しいものになっていく。

〔注〕

1) 吉野俊彦「主として歴史的並びに政策的立場から見た銀行対証券の関係」(『証券研究』第2号, 昭和37年, 日本証券経済研究所)。

2 社債市場正常化

こうした議論の経緯のある中で証券取引審議会は再開され、最初の報告書として「社債市場育成のための当面の問題について」(昭和34年11月17日)を提出した。報告書は短いが、社債市場に関する大蔵省の基本的な方針を示すという点でいくつか注目すべき記述が含まれている。

まず、そもそもどうして企業金融における地位を上げねばならないかについて、「社債は自己資本について安定した資金の調達方法であり、これによって安定した経営が可能になる」という。金融機関からの借入に依存しすぎると、そのような姿は達成できないというのである。他方、金融機関の側にしても社債のほうが流動性が高いのであるから、貸出しよりむしろ有利な面があるという。また、投資家にとっても、株式よりはリスクが低いので良好な投資対象で

あるという。最後に国民経済全体としても、「公開の証券市場において多数の投資家の批判の下に発行されるものであるから、金融機関からの借入れの場合に時として見られるような行き過ぎが少なく」、証券市場も発達することになるので望ましいという。

この部分については、金融正常化論の影響が認められる。すなわち、金融機関からの借入に頼っていると(金融機関の側に過剰融資への歯止めがかかりにくいので、企業の投資行動に)行過ぎが発生しやすいというのは、正常化論の主要な論点の一つであったからである。

次に、具体的な政策面に移り、第1に社債の消化については、事業債を国民貯蓄組合(後述)の対象に追加する、投資信託に社債を組み入れる、個人投資家へのPRなどが唱えられている。

証券投資信託に社債を組み入れることは、この後昭和35年頃になって実現した。また、個人投資家への社債PRに関連して、「個人投資家に売却した社債を投資家に不利にならないような条件で買い戻す等証券会社の社債の個人消化についての努力が行なわれている」と、社債の買戻しについては肯定的な評価を与えている。これは後に36年1月に発足する公社債投信の理論価格での解約買取りとなって受け継がれた。

3 自己資本充実

まず、そもそも自己資本の充実がなぜ望ましいと考えられたかであるが、証券取引審議会報告書「増資の促進について」(昭和35年6月22日)¹⁾は、大略二つの理由を挙げている。第1に、景気変動に対する抵抗力を付けるため、第2に、貿易・為替・資本の自由化に備えるためである。

第1については、特に金融機関への過度の依存に批判的な点において金融正常化論と共通する。いわく「それぞれの企業がただその膨張のみを考え、同業者間の比較にとらわれて自己のペースで経営を行なおうとする考えかたが薄く、金融機関がそのような企業の行き方に対してきびしい批判的態度をとらなかったという事情も手伝って、過当な競争、画一的競争が許された結果、本来営利企業というものがその自己防衛のために考えねばならない筈の借入金過多によ

る企業の不安定性、借入金を行なうことによって生ずる企業の自主性の喪失について考慮をめぐらすことが少なく過大な借入を行ない、その借入金の形態もその用途に即応した形によることについての反省を行なうことが少なかったことである」。

同業者間の競争に関する叙述は、今日の日本の企業にもそのまま当てはまるともいえる。したがって、これは金融機関依存に起因したことではないのではないか。つまり企業間の同質性指向が何かの原因で高く、それが設備投資競争やシェア争いになって現れるのであって、それは証券で資金調達をするようになって変わらないのではないかと。いずれにせよ金融正常化論には、このように多くのことを金融機関依存と資本市場未発達に帰着させる傾向があったともいえる。

また、景気変動への抵抗力を付けるというだけなら、内部留保によっても実現は可能であるが、そうした意見に対してこの報告は、内部留保だけでは資金が足りないと反論するにとどまっている。

ともあれ、このように当時は金融正常化論は、その当否は別として、証券政策当局に対しても少なからぬ影響力をもっており、現実の証券政策を推進する力にもなったことは事実であろう。ちなみに、証券政策当局では、自己資本比率の定義として、発行済株式の総額だけでなく、社債の残存分をも加えて自己資本とみなすことがあったが、これは、金融機関借入れでない外部資金調達、という意味で株式と社債を合計したものと思われ、金融正常化論的な発想を含んでいるともいえる(もちろん、それは自己資本比率本来の考え方からは外れているし、しかも、前節で見たように、社債とて発行において証券会社よりも金融機関が大きな役割を果たすことを考えると、そうした自己資本概念は二重に誤っているが)。また、次節で述べるように、当局は証券市場育成に必要な条件については、金融正常化論と同様に楽観的であった。

第2は、貿易や資本の自由化によって、外国の企業に日本の企業が買収されることが予測され(結果的にはこの予測は当たらなかったが)、これを防止するために資本金を増やすという着想である。しかし、モディリアーニ=ミラーを持ち出すまでもなく、単に増資を行うのみでは発行済株式の時価総額は増大するとは限らない。株価がどう変化するか、すなわち市場がその増資をどう評価す

るかにかかっているのである。したがって、外資「対策」としては増資だけでは十分でなく、増資によって発行された株式が、たとえば(後に行われたように)現経営陣に協力的な安定株主によって保有されることなどが必要になる。

ほかに外部的な追加要因としては、31年版の『経済白書』で、「もはや戦後ではない」と宣言したときの指標の一つが自己資本比率の安定性であったが、皮肉にもこの数字は翌33年以降、一貫して下がりつづけ証券行政当局はいわば焦りを覚えたこと、これも自己資本充実政策を促したかもしれない。

こうした目的論議のもとに提唱された手段すなわち自己資本充実策の案は、証券取引審議会昭和35年の報告「増資の促進について」における支払配当の損金算入制度の導入であり、36・37年の要望「企業の資本構成是正に資するための配当課税の改正等についての要望」(昭和36年10月20日、37年11月28日)(報告扱いとはならなかった)における受取配当所得の優遇策であった。²⁾前者は増資側を、後二者は投資側を株式市場に向かわせるように動機づける政策である。35年から37年の間に徐々に手段の重点が増資側から投資側に移っていったのは、荒川が示唆したように、³⁾36年に始まる相場下落、株式ブームの失速によるところが大きいと思われる。

35年証券取引審議会報告で提案された政策のうち、36年税制改革により配当に対する法人税率の軽減、そして資本充実法の改正により再評価積立金の資本組入の促進が実現した。しかし報告において要望されていたのは支払利子と同様に支払配当を損金に算入できるようにすることであった。そこで36年10月と37年11月の両報告において重ねて支払配当の損金算入・受取利子と受取配当の税制上の公平化が要望された。

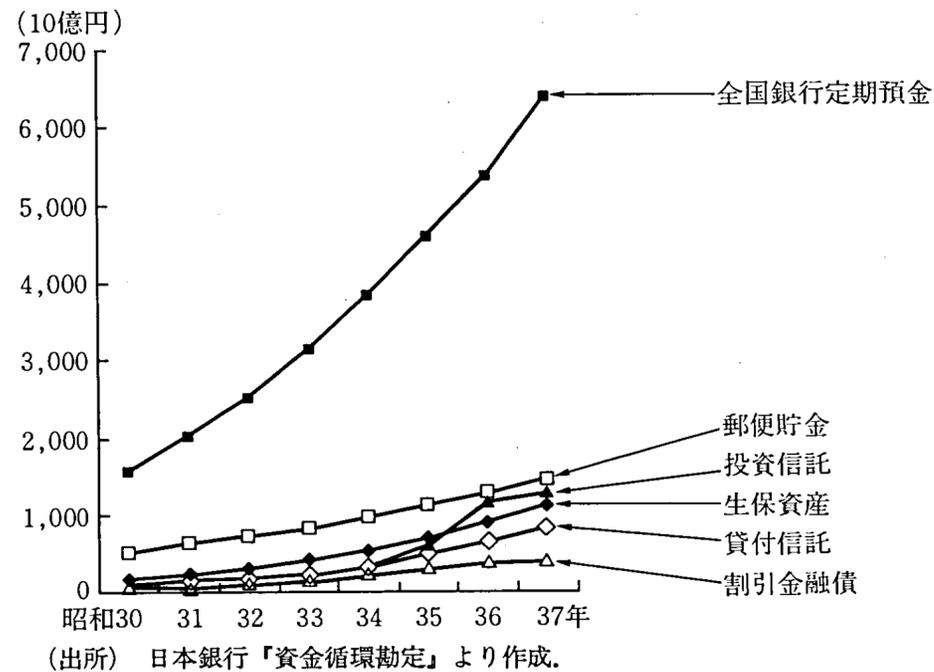
(注)

- 1) 『理財局証券年報』昭和38年版、173-76ページ。
- 2) 『理財局証券年報』昭和38年版、176、184-90ページ。
- 3) 荒川弘『証券恐慌前後』(昭和42年、日本評論社)。

4 投資信託の急成長

昭和26年に発足した証券投資信託は順調に成長し、特に30年代の前半は急伸

図 2-9 貯蓄性の各種金融資産残高の推移



した。図 2-9 は、残高で見た貯蓄性の各種金融資産である。投資信託は35年には貸付信託を追い越して、生保に迫る。翌36年には公社債投信の発足も手伝って生保を抜き、郵便貯金の規模にも近付くのである。図でグラフの傾きは正味の年間預入額を表すので、35年から36年にかけての投信全体の正味新規設定額は銀行預金預入額にも匹敵することが読み取れよう。「銀行よきようなら証券よこんにちは」という当時の証券会社の宣伝文句が真実味を帯びるほどの増勢だったのである。

5 投信委託会社の分離

発足当時、投資信託の委託会社業務を、証券会社の兼営の形で認めたのは、委託会社を専業にさせると委託手数料が高くなって、運用利回りが低くなり投資家の負担が増すが、兼営にすれば証券会社本体の手数料収入でカバーできるのではないかと考えられたからのものである。そのようないわば便法が採られたのは、「短時日に大衆資金を吸収する必要があるという差し迫った国民経済的要請の下に発足した証券投資信託であったため」¹⁾ であろう。

しかし本来はそうした収支合算はなされるべきものではない。昭和33年の衆議院大蔵委員会で春日一幸議員がこの点を指摘した。一方で委託会社として受益者＝証券会社の利益を守る立場と、他方で証券会社として利益をあげる立場とを同時に代表せねばならず、現代風にいえば利益相反の問題が発生するというわけである。これが委託分離問題の浮上する契機となった。

こうして34年12月に大手4社が新規に委託会社を設立し、2月にこれへの免許が与えられ、4社からこの新会社へ投信委託の営業譲渡がなされて、翌4月から業務開始となるという形でひとまず対策がとられた(34年時点で投信委託を兼業していた証券14社のうち、大手4社を除く他の10社も36年8月から同様に新会社により業務を開始した)。ただ、分離はしたものの委託会社の株式は依然として全額証券会社の保有であり、分離は形式上のものであったので、30年代後半にはこうした株式保有の分散が指導されることになる(第4節7を参照)。

〔注〕

- 1) 証券取引審議会報告「証券投資信託について(公社債投信)」(昭和37年6月16日)。

6 公社債投信の発足

この時期の投資信託についてのもう一つの大きな動きは、公社債投信の発足である。従来からの証券投信においても運用資産として公社債を組み込むことは可能であったし、実際30年代半ばから電力債等を組み込みはじめており、当局もこれを肯定的に評価していたといえる。上述のように証券投信が好調であったことが、公社債のみを運用対象とした新型の投信の導入を容易にしたという面もある。ただ、証券業界と大蔵省の意図は必ずしも同じではなかった。

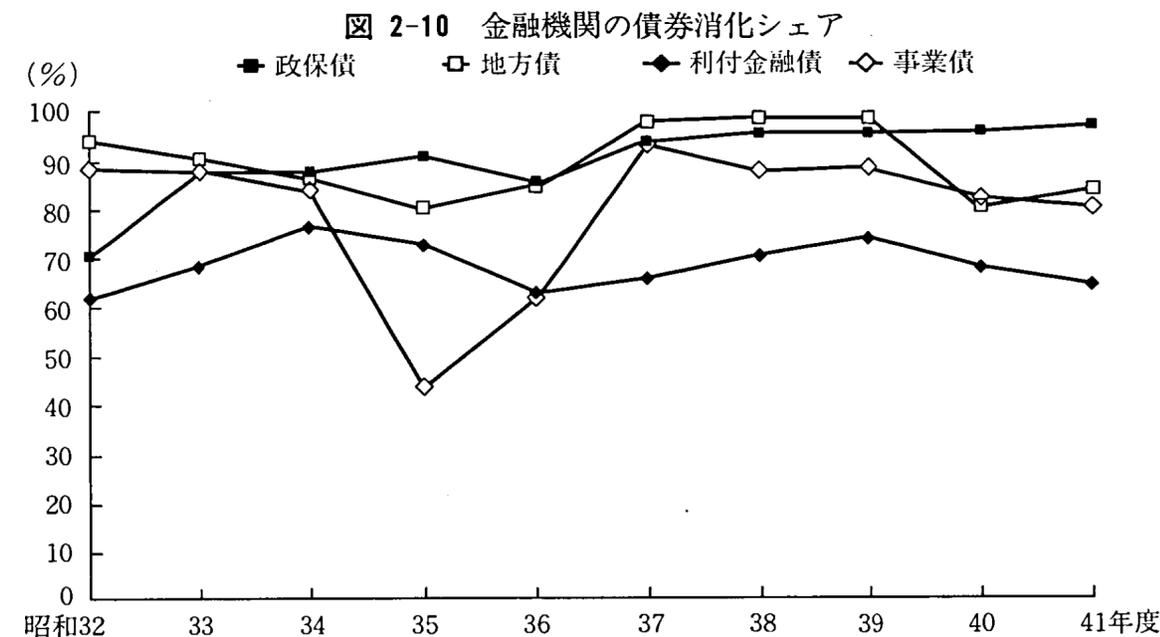
まず、証券業界としては、公社債投信によって小口の投資家層にアプローチすることを望んでおり、公社債投信が非課税の国民貯蓄組合の斡旋対象になることを期待していた。もっとも、この点については銀行界と日本銀行は、公社債投信は貯蓄手段とはいえないとして難色を示したので、結局、公社債投信の月当りの募集額を協定することで決着した。一種の数量カルテルである(なお、公社債投信が国民貯蓄組合の斡旋対象になるのは1年半後の37年5月である)。

次に、大蔵省の方は、流通市場での運用ではなく、新規発行事業債の安定的な消化先としての役割を公社債投信に期待していた。事業債の中でも特に大量発行予定の電力債の受け皿として期待されていたようである。¹⁾ 実際、公社債投信は発足当初から、新発債の組入比率を80%にするように規制された(他既発債10%、コール・ローン10%。ただし、後に不振になってから、規制が緩和され37年には撤廃される)。

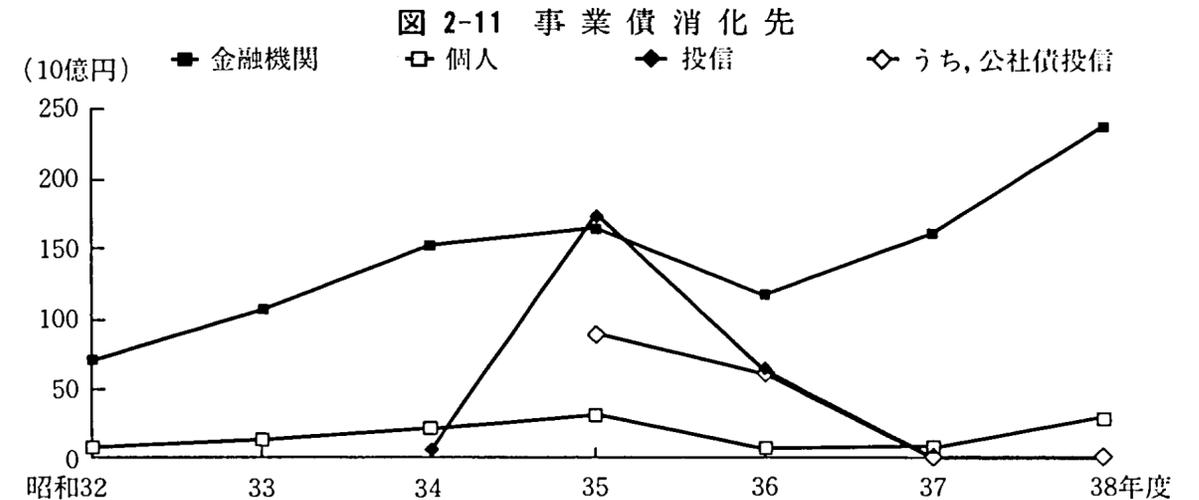
当時は債券の流通市場はわずかに加入者引受電債程度しかなかったのであるから、新発債の割合をわざわざ規制しなくてもよかったようにも思える。しかしコール市場に大量に資金が流入したり、投信間の債券売買によって新たに流通市場が形成されるなどの事態を当局が望まなかったのではないかと推測される。流動性が必要であればそれは市場を通じて不特定多数に対して供給するのではなく、日本銀行や証券金融会社などの組織を通じて、直接規制が可能な形で供給するというのが基本的なスタンスだからである。

図2-10は事業債(電力債と一般事業債)の金融機関による消化の割合の変化を、他の債券と比較したものである。容易に読み取れるように、事業債の金融機関消化は35～36年に急落している。これは公社債投信を中心として投資信託による消化が増加したことに対応している。

そこで、事業債(すなわち一般事業債と電力債の合計)について消化先別の金額



(出所) 『大蔵省証券局年報』などより作成。



(出所) 『大蔵省証券局年報』より作成。

を見ると、35年度(公社債投信発足は36年1月)に投信による消化が急増しており個人消化はもちろんのこと金融機関による消化をも上回っている(図2-11)。次節で詳述するようにこの増勢は半年限りで急減に転じ、37年度以降は金融機関による消化の割合が元に戻る。

公社債投信が投資家にとってどのような商品であったかという点、株式投信と違って、実質的に元本保証付きであり、しかも応募者予想利回りは1年物定期預金よりも1%以上高い。そのうえ解約自由で、解約時には応募者予想利回りに基づく理論価格での買取りが約束されており、相当程度の流動性も備えていた。こうして公社債投信が増える一方で、銀行の定期預金と(もともと個人消化率の高かった)割引金融債の純増が前年を下回ってしまったことから、定期預金、割引金融債から公社債投信などの投信へと一部の資金がシフトしたと推測される。なお、理論価格による買取り自体は公社債投信発足以前から公社債の販売の際にもすでに証券会社が行っていたことである。

さて、このような公社債投信の急増について、開始直後の過大な募集競争により短期資金が流入したからであり、これが36年後半以降の解約ラッシュをもたらした、との見方がある。²⁾ 確かに、公社債投信募集開始のときに、大蔵省は新発債を80%以上組み入れることを強制したので、公社債投信の募集実績が新発債の引受シェアにリンクすることになり、各社は募集に必死になった。しかし、そうした募集競争が急増の原因であるという見方は皮相である。満期は無期限ではあったものの理論価格での買取りという形で流動性が付与されたの

で、公社債投信は定期預金や1年物割引金融債などと高い代替性をもっていたと考えられる。流動性をもたせた以上、利回り次第で短期資金が流入してくる可能性がある。そして実際に利回りは定期預金より高かったのであり、当然のように短期資金が流入した。このことは、募集競争が「過当」であったかどうかとは関係がない。別の言い方をすると、証券会社の募集競争よりむしろ公社債投信の商品としての競争力によって(短期性)資金シフトが生じたのであり、競争力の最たるものが流動性と高利回りの組合せであった。

こうして順調にスタートしたかに見えた公社債投信であったが、4月には公社債の発行条件が引き下げられた(同時に定期預金金利、政保債、金融債発行条件なども引下げ)ため、新発債の組入比率の規制を維持していると公社債投信の応募者利回りが下がってしまうことが予想された。そこで当局が選択したのは新発債の組入比率規制の緩和である。すなわち、当初の80%を50%へと引き下げたのである。発足したばかりの公社債投信の増勢を、利回りの急低下によって損ないたくないとの考えと、公社債投信を事業債の安定した消化先としたいという考えとを秤にかけ、前者を優先させたものとも思われる。しかし7月には金融引締めというさらに大きな困難に遭遇して、公社債投信の商品としての競争力自体が、実は証券業者の収益を圧迫していくことになる。

なお、昭和36年4月の条件引下げについて証券会社が政策当局や金融機関のせいで損失を被ったようにいわれることがあるが、しかし一般にカルテルに参加したものには大小の違いはあれ超過利潤が生ずるはずである。つまり協調的な金利引下によって金融機関だけでなく証券会社も多かれ少なかれ利益を得た可能性がある。金融機関の預金金利もともに下がるので、資金流出を起こすことなく金利負担を軽くすることができるからである。

証券業界と金融機関との交渉が難航したのは、その意味では、カルテルによって生じる超過利潤の分配の仕方をめぐってである。金融機関側がより多く分配を得、証券側がより少なかった可能性はある。しかし、そうだとすると、損失を被ったのは証券会社であるというよりはこのカルテルによって低い収益率に甘んじなければならなくなった投資家である。

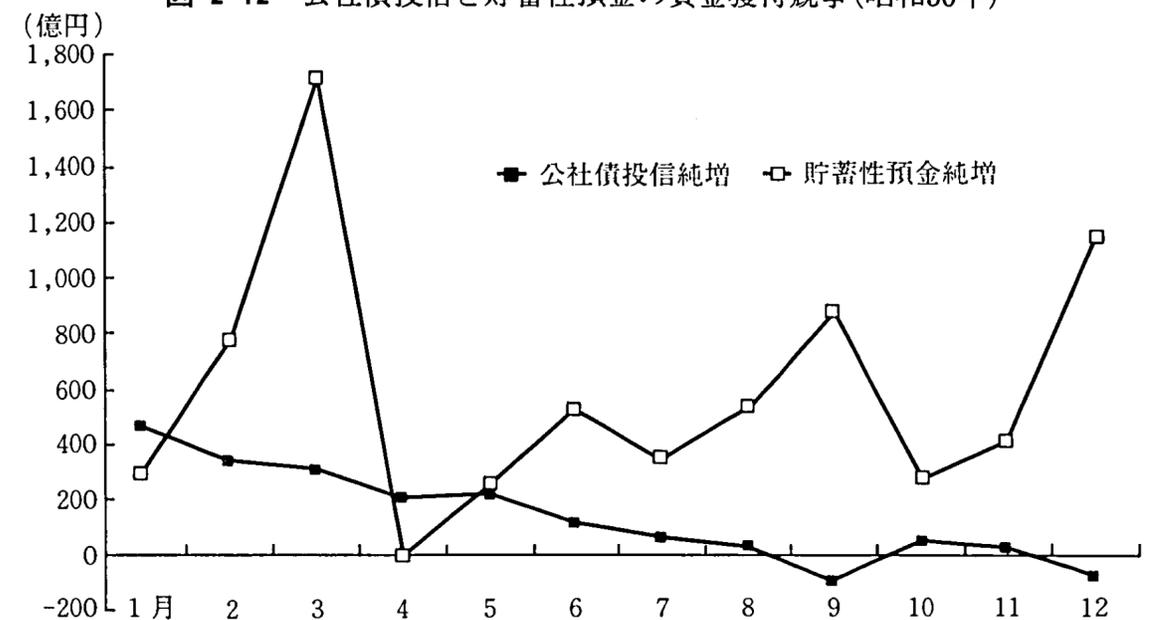
表2-2は、36年4月をはさんだ数カ月の貯蓄性預金(公金、金融機関預金を除く)預入額・払戻額と公社債投信新規設定額・中途解約額の変化を示し、図2-

表 2-2 貯蓄性預金預入額・払戻額と公社債投信新規設定額・中途解約額の変化

	貯蓄性預金受入	貯蓄性預金払戻	公社債投信設定	公社債投信解約
昭和36年 1月	4,506	4,205	460	0
2	5,103	4,330	340	0
3	10,296	8,576	302.7	0
4	4,289	4,296	207.5	0
5	4,665	4,409	220.3	0
6	5,304	4,780	187.5	76
7	5,056	4,711	167	105
8	5,215	4,682	175.6	150
9	6,556	5,679	145.6	245
10	5,273	4,993	146.4	95
11	4,940	4,531	103.3	75.4
12	7,301	6,156	65.1	138.3

(出所) 日本銀行「本邦経済統計」による。

図 2-12 公社債投信と貯蓄性預金の資金獲得競争(昭和36年)



(出所) 日本銀行「本邦経済統計」より作成。

12は、この表からそれぞれの純増を計算してグラフに表したものである。株式投信と違って公社債投信には償還がないので、新規設定と解約の差がほぼ純増になると考えてよい。グラフからすぐ読み取れるように、公社債投信は発足直後のネットのフローで貯蓄性預金を上回った。しかし、3月になると預金が激増する。4月になると再び落ち込むところから、これは4月の金利引下前に

固定金利で高利の預金を作っておこうとするいわゆる駆込みによるものと考えられる。

他方、公社債投信の方は、利下げ直前にもかかわらず純減しており、この傾向は発足翌月からすでに始まっている。したがって、この金利下げカルテルによって公社債投信が出鼻をくじかれたとはいいいにくいのである。

〔注〕

- 1) 谷村裕口述「昭和34～35年の証券行政」(大蔵省資料Z108-7-1)。
- 2) たとえば、『理財局証券年報』昭和38年度、119ページ。

7 個人消化問題

公社債投信の目的の一つは、個人が社債に投資を行いやすくすることであった。そこで、この時期に個人消化の促進ということが証券政策全体の中でどのような位置に置かれていたか見ておこう。

すでに引用した昭和34年の証券取引審議会意見書「社債市場の育成について」は、社債が個人になじみのない資産なので一層のPRが必要であるとしていた。36年からの公社債投信も、個人が社債に投資しやすくするための工夫という目的をもっていた。すなわち、旺盛な貯蓄意欲と電力産業の投資資金需要とを結び付けるため、社債(電力債)を個人にも消化させることが公社債投信を発足させた理由の一つであった。

次に、この前後の時期に個人消化促進関係でどのような政策が採られたかを整理しておこう。¹⁾

昭和30年7月～32年3月の間のみ利子課税が全廃されていたが、これは特に個人消化促進のためというよりは、シャープ税制への反動という性格をもっていた。また、昭和33年の税制改革からは減税貯蓄制度が発足し35年まで続いた。

国民貯蓄組合は昭和16年3月に「国民貯蓄組合法」(昭和16年法律第64号)により設けられ、幾度か改正されたが、戦後も継続された。その趣旨は、地域、職域、団体などで組合組織を作っておいてそこで斡旋される預金などの利子を非課税にすることで貯蓄を促進するというものであった。34年時点では預貯金、政保債、金融債、貸付信託、勤務先預け金などが国民貯蓄組合の斡旋対象になって

いた。事業債は35年7月、公社債投信は37年5月分以降設定分からそれぞれ対象になった。

38年4月にこの国民貯蓄組合制度は廃止され、「所得税法」上の小額貯蓄非課税制度に切り替えられた(昭和38年3月31日法律第66号。「所得税法」第6条の2追加、「国民貯蓄組合法」廃止、4月1日施行)(当初元本50万円まで非課税。40年4月以降は100万円まで非課税)。

社債とは異なって、株式については特に個人保有を奨励する政策はこの時期に特に新たには採られなかった。実際、公開の場で投資家の批判に曝されて増資を行うことが重要である、という議論は審議会報告にも何度か現れるが、その批判勢力が個人である必要があるとは考えられていなかったようである。²⁾ その証拠に、後に企業同士の株式の持合いが進むことになるが、そのことは当時は特に問題としては受け止められなかったし、あまつさえ外資上陸「対策」として株主の安定化工作を奨励さえしたのである。持合い・株主安定化の促進と資本市場育成とは、特に矛盾はしないと考えられていたことになろう。

また、一般の家計が株式市場のような投機に手を出すようになるのは勤労意欲の面から好ましくないといった判断も、上記のような考え方と矛盾なく同居していたのかもしれない。株式投機についてのそうした価値判断は、昭和50年代に至るまで世論にも支持されていたとも思われる。

〔注〕

- 1) 『理財局証券年報』昭和38年版。
- 2) 谷村裕口述「昭和34～35年の証券行政」(大蔵省資料Z108-7-1)。

8 市場第二部開設

昭和24年5月に司令部の許可に基づいて証券取引所が再開され、株式の売買立会いが公式に復活した。これに加えて同年6月証券業協会によって店頭売買承認銘柄制度が創設され、以来、非上場株式の証券業者間の店頭取引として発達した。昭和34年頃からの株式公開ブームにより、売買高・銘柄数が急増し、売買高で名古屋を抜き、東京・大阪証券取引所に次ぐ規模にまで膨張した。

そこで投資家保護や中小企業の資本調達促進の観点からこの市場をどう扱う

べきかが問題になった。業界内には32年頃から第二市場を要望する声があったし、34年1月には総合政策研究会が第二取引所を設けるべしとの提言を行った。証券取引審議会は36年6月に報告書「集团的店頭取引の組織化について」(昭和36年6月7日)を提出し、その中で、別個に第二取引所を設けるよりも、現行の取引所に第二部を増設するほうが現実的であるとの結論を出した。¹⁾これに基づいて36年10月、東京、大阪、名古屋で第二部市場が発足した。36～37年の間、二部市場は一部市場を上回る活況を呈した。

この2年間に株式を公開し二部市場にデビューした企業の中にはその後成長を続けた企業が少なくない。たとえば約15年後の昭和53年現在の上場企業約1700社のうち実に370社がこの2年間に株式を公開した企業である。逆に、この時期に二部市場で公開した企業の中には、失敗するものも少なくなく、後に大型倒産として問題になる山陽特殊鋼なども含まれていた。その意味では、二部市場は、まさにリスクの大きいベンチャー・キャピタルに対して直接に投資家から資金が供与されるルートとして機能し、金融機関貸出を補完したといえるし、企業の二重構造論に対する現実的な反証といった意味ももちえた。²⁾

店頭市場の側から見ると、20～24年は取引所が閉鎖されていたので全銘柄が集団売買の時期、以降この36年までが店頭売買銘柄承認制度の時期である。36年の第二部創設は、その時点までの店頭売買承認銘柄取引の大部分を店頭から取引所に移動・吸収するという意味をもっていた。

しかし二部市場発足後も株式を公開する企業は増えつづけたので、新たに昭和38年には店頭売買銘柄登録制度が設けられることになる。

〔注〕

1) 『理財局証券年報』昭和38年版、175ページ

2) 中村秀一郎『中堅企業編』(昭和44年、東洋経済新報社)も、当時の二重構造論批判である。

9 バイカイの規制

バイカイとは、簡単にいえば、証券流通市場において証券業者がブローカーとディーラーを兼業することから、同一証券業者が同時に同銘柄の売手と買手

の両方になることである。特に株式については取引所集中主義が採られてきたこともあって全取引の約半分がバイカイによってなされる時期があるほどに盛んであった。しかし、昭和30年代に始まった証券業者の大量推奨販売や投信コロガシの手段として使われるなど、問題点も少なくなかったため、昭和27年以降数回にわたって順次規制が強化され、42年には禁止される。そこで、バイカイについては次章においてまとめて述べることにしたい。

10 証券業者行政¹⁾

(1) 最低資本金引上げ

前回引上げ時以来、証券の売買高や保有量は増加しつづけ、自己資本が希薄となったので、34年11月5日に、昭和28年政令第345号が改正され(昭和34年政令第330号)、証券会社の最低資本金が引き上げられた。対象は元引受けを行う証券業者と取引所会員業者(才取・特別会員を除く)に限定され、その他非会員業者は従前通りとされた。これは従前から非会員業者については自己資本の比率が高かったことなどによる。最低資本金の引上げの幅は、元引受業者は従来²⁾の2倍、その他の会員業者は5割ないし6割増しであり、この結果元引受業者46社のうち22社、取引所正会員全体では204社中の124社が増資せざるをえなくなった。増資の完了については37年9月末までの猶予期間が置かれたが、その後の証券市場の好況で増資は円滑に実行され、増資できないための廃業や合併といった事態は生じなかった。

(2) 店舗行政

34年までの時期に引き続いて、証券会社の経営全般に関する指導の一環としても店舗行政が行われたが、35年には初めて具体的に営業所の新設や移転についての承認基準が示された。

「証券業者の資力信用の充実について」(昭和34年7月1日蔵理第5182号)

好況に刺激された不相応な人員増・店舗拡充に走ることをないよう指導するという趣旨。

「証券業者の個別経営指導を財務局長をして行なわせることについて」(昭和

34年8月8日蔵理第6253号)

「証券業者の経営指導に伴う資料の徴収について」(昭和32年2月13日蔵理第1542号)(前節)によって提出させる店舗新設・移転の事前計画書の審査方法の概要を定めた。新設・移転先の証券業協会の了解が前提とされた。

「証券業者の営業所の新設及び移転の取扱いについて」(昭和35年10月13日蔵理第8405号)

正味資産と資本の比率、自己資本に対する固定資産の比率、経常収支率、負債倍率などに関する承認基準を設け、新設営業所へ少なくとも3人を配置すべしなどという規制を設けた。新設または移転先の証券業協会の了解が引き続き前提とされた。

(3) 財産経理についての行政

証券ブームが続く中で証券会社が大衆を相手に大量推奨販売を行い、悪質な業者も出たことがこの時期の証券会社行政からも窺える。また、後に山一証券事件(証券不況)の引き金の一つとなる運用預りについても規制が強化された。

(a) 経営に関する行政

「証券業者の指導監督の強化について」(昭和34年3月18日蔵理第1938号)および「証券業者の資力信用の充実について」(昭和34年7月1日蔵理第5182号)(前出)

34年は証券ブームの最中であつたので、業容の拡張が過ぎて経営が破綻し投資家に被害を与える例が増えたので、不良業者を「要注意業者」として指定して厳重に監視することなど。

「証券業者の個別経営指導を財務局長をして行なわせることについて」(昭和34年8月8日蔵理第6253号)および「証券取引所非会員業者の個別経営指導について」(昭和35年5月13日蔵理第3898号)

業者の監督指導について本省から財務局に移譲することなど。

35年7月、運用預りの兼業承認基準に関する30年の通達を改正し、承認基準を厳しくした。

運用預りとは、証券業者が不特定多数の者から対価を支払って有価証券の消費寄託を受けるもので、証券業者の資金調達方法として自然発生的に生まれた

表 2-3 全国証券会社の運用預り残高

昭和年月	残高(億円)
32. 9	374
33. 9	627
34. 9	1,084
35. 9	1,461
36. 9	1,398
37. 9	2,092
38. 9	2,092
39. 9	2,491
40. 4	2,932
40. 5	2,765
40. 9	2,652
41. 9	2,535
42. 9	1,574
43. 9	901
43.12	772

(出所) 大蔵省調べ。

ものである。実際は、証券業者が、顧客に販売した割引金融債を再び預かって、これを担保に証券業者自らの短期資金調達的手段として用い、その際顧客には品借り料を払うので顧客にとっては実質的に金融債の運用利回りを上げる効果があり、資金調達と割引金融債販売促進という両方の目的に役立つため、盛んになったのである(表2-3)。

証券取引法上は、第43条に基づく証券業者の兼業承認の対象として規制が行われ、すでに24年12月に野村、山一、大和、25年に日興に対してこの兼業承認が行われていた。その後この兼業の申請が続出したことは、運用預りが大いに便利であったことを物語っている。

「運用預り」の兼業承認の基準について(昭和30年4月25日蔵理第4951号)で、事業承認の基準として資本金が1億円以上であること、運用基準として、①預り対象は国債、地方債、特殊債、社債に限る、②品借り料は額面100円につき日歩3厘とする、③期間は1年以内とする、などのことが定められた。これにより30年6月から34年12月までの間に、10社(いわゆる投信10社)を追加して、合計で14社に対して承認が与えられた。

その後、担保であるはずの預り証券を売却してしまうといった事故が目立っ

たので、35年7月5日の通達「運用預り業務承認の取扱いについて」改正(昭和35年蔵理第5523号)により承認基準の資本要件を2億円に引き上げ、運用方法についても、①品借り料を1厘とする、②売却運用および譲渡担保運用を禁止する、③運用預り額(額面)の20%以上を自社において支払準備のために保有することを義務付ける、などの規制が追加され、これに基づいてさらに5社(これがいわゆる運用5社で、投信をもたない)、合計で19社が兼業承認を受けた。

証券会社、証券投信は運用預りで得た金融債を担保にして、金融機関またはコール市場から運転資金を借り入れるのであるから、①は、運用預りの品借り料について業者間で競争することなく資金調達を行うことを保証したことになる。額面に対して一定率であるので借入金利に対してパーセントで一定幅上乘せになるわけではないが、金利規制の変種とみなしてよいであろう。他方、③が準備率規制と同じであることは見やすい。結局、証券行政当局は、運用預りを兼業する証券業者が、銀行などと同様に、ガーリー=ショーのいう貨幣的金融仲介機関であるとみなして規制を加えたのと同じことになる。

(b) 決算指導行政

昭和34年度

好市況により空前の利益を計上することが予想されたため、証券業者の資本構成を適正化するために通達「証券業者の昭和34年9月期の決算について」(昭和34年9月28日蔵理第7325号)が出された。税法上認められている準備金および減価償却についてそれぞれ限度いっぱいまで計上し、不良資産も積極的に償却を図ること、自己資本を充実し、社外流出を抑制するために配当率などを規制した。

昭和35年度

34年度を上回る好決算が予想されたので、前年と同様に、配当の方法、配当率、役員賞与などに関する決算指導通達が35年9月28日に出された。

昭和36年度

35年度と異なる点は

- ① 配当率の最高限度を年1割に引き下げたこと
- ② 決算指導は、個々の業者の実態に即し、画一的な指導に陥ることを避けること

の2点である。

(4) 営業姿勢に関する規制

「信用取引の委託保証金の徴収について」(昭和34年2月17日蔵理第1180号)

32年以降の証券ブームの過程で、証券会社が業容拡張を競い、信用取引保証金が足りない顧客あるいは保証金の全くない顧客から信用取引を受注するといった法令違反行為が目立ったので、この通達によって、信用取引の保証金預託不足については厳重に取り締まる旨警告した。

「累積投資業務の承認について」(昭和35年2月9日蔵理第957号)

減税貯蓄制度で啓発された大衆の有価証券への直接投資をさらに普及促進し、また制度廃止後も(投資家の任意ではあるが)事実上継続しているものに規制を加え投資家を保護するため、法律的には、「証券取引法」第66条の規定に基づいて「累積投資業務」取扱いに関する承認基準を定める通達という形をとった。運用預りの兼業承認をすでに受けていることなどが基準となり、35年4月から36年6月までの間に合計22社が承認された。

「証券業者の行なう広告宣伝について」(昭和35年5月13日蔵理第3900号)

証券ブームにつけこんだ誇大広告や脱税を示唆するような広告が目立ったので、これを適正化するため。

(5) 証券事故対策

「証券業者の投資勧誘の適正化について」(昭和34年7月7日蔵理第5181号)

一般投資家に対して投機を助長するような誇大な投資勧誘を行わないように重ねて通達。

「証券業者の対顧客関係の事務処理の適正化について」(昭和35年2月13日蔵理第1137号)

証券業者の使用人が顧客の株券を自己の思惑取引に流用するなどの違反事件が後を絶たないので、売買報告書、受渡計算書、有価証券預り証などの交付事務の適正化・確実化、顧客との貸出残高の照会の励行、顧客への事務取扱方法の周知徹底、内部監査制度の確立などを指導した。

〔注〕

1) 大蔵省証券局資料。

11 証券税制改正

証券政策が本格化するとともに証券関係の税制についても検討が行われ、証券取引審議会で昭和35年から36年にかけて集中的に配当課税の軽減が議論された。また、後述する公社債投資信託の非課税措置についても報告がなされた。

配当軽減問題 これについては、証券取引審議会報告書「増資の促進について」（昭和35年6月22日）、「企業の支払配当損金算入の経過措置について」（昭和35年10月3日証券取引審議会要望書）、および「企業の資本構成是正に資するための配当課税の改正等についての要望」（昭和36年10月20日、37年11月28日証券取引審議会要望書）が出されて、証券政策当局の考えが明確になった。まず、35年6月報告「増資の促進について」は、株式に対する課税のしかたが不適切なため増資が阻害されていると診断を下し、自己資本の充実のために税制面で支援が必要であると論じた。すなわち、企業の借入金の支払利子は税法上企業の損金に算入されるが、支払配当は損金に算入されず、それだけ増資による資金調達コストが高つくので増資がすすまず、自己資本が充実しないというのである。

35年10月の要望書はより具体的に配当への課税軽減の方法を提言している。35年6月の報告で提言された配当の全額損金算入が財源問題から困難であるなら、経過措置として支払配当の一部損金算入と受取配当の配当控除縮小が望ましいとした。

これを受けて36年の税制改革では、法人所得のうちで配当に向けられた分についての法人税率を軽減するという形で配当軽減が実現した。36年10月の要望書は、36年改革で積残しになった全額損金算入や、配当と利子の所得課税の均衡化、公社債投信の国民貯蓄組合扱い（36年4月に実現、後述）などが要望された。

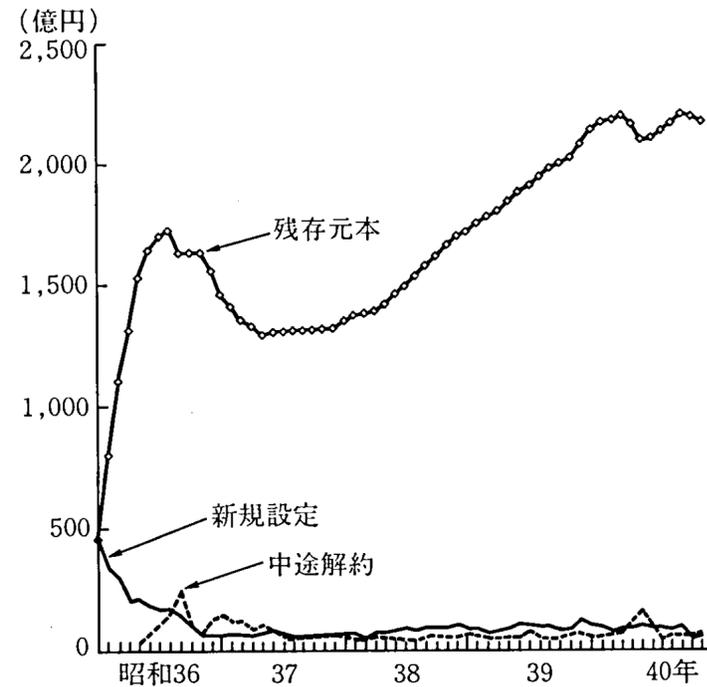
第4節 昭和36～40年—証券不況と山一証券問題

1 公社債投信の急拡大と不振

順調に発足した公社債投信であったが、図2-13から読み取れるように、昭和36年7月頃から公社債投信は中途解約が急増して新規設定分を上回るに至ったので、元本残高はこの頃から約1年弱の間、減少しつづけた。これは7月からの金融引締めによるものである。

この解約ラッシュについて、行きすぎた募集競争の結果として消化先に事業法人が多かったことが原因であるともいわれた。¹⁾しかし、事業法人が公社債投信の応募金額に占めるシェアは昭和36年1年間でわずかに7.2%にすぎない（個人は88.9%、金融法人2.4%、非営利団体1.5%）。仮にこの7.2%がすべて36年内に解約されたとしても、発足が36年1月であるから、前年からの持越し分はないのであり、この年に設定されたものの中からのみ解約が出ると考えてよいわけである。また、公社債投信には満期はないから、償還分は考えに入れなくてよい。年間設定額は2444億円であったから、この仮定のもとでは年間で176億円が解約されることになる。しかし実際に36年内に解約されたのは913億円であって、到底これで説明できる規模ではない。最初に集中的に解約したのが事業法人であるという可能性はあるが、しかし1年を通しての解約の合計規模に関する限り、個人も盛んに解約したと考えなければ説明できないのである。また、前節でも述べたように公社債投信が爆発的に伸びたのは、募集競争のためというよりは基本的には商品力によるものである。ただ、その商品力が発行者（証券会社）に有利に作用するためには公社債流通市場の発達などいくつかの条件が必要であり、以下に述べていくように、36年から40年に至る事態の展開はその条件が満たされていなかったことを示している。また、これらの事業法人の中には社債を発行しているものも多数あるともいわれていた。もしそうであれば、結果としてそれらの企業は社債で調達した資金の少なくとも一部を公社債投信で運用していたことになるであろう。これは低利で借りて高利で運用

図 2-13 公社債投信の新規設定、中途解約、
残存元本



(注) 新規設定と中途解約はフロー、残存元本はストックであり、したがって横軸の年月はフローについては月中、ストックについては月末を意味している。

(出所) 「大蔵省証券局年報」より作成。

するという利子裁定にほかならない。

さらに、そうした大企業は金融機関と同じく信用創造を行っていることになるから金融市場を不安定にする要因であるといった議論も当時はなされた。確かに、社債発行を行っていないながら公社債投信を買う企業は金融仲介を行っているとはいえる。ところがその金融仲介が信用創造をとまなうかどうかは貨幣の定義によるであろう。公社債投信＝信用創造論の真意は、公社債投信が(信用創造であれ何であれ)金融市場を不安定化するのではないかということであろう。企業が社債発行で得た資金を公社債投信で運用するのは、上に述べたように金融仲介であるともいえるし、また安く借りて高く運用するという金利裁定でもある。これが不安定化要因であるというのは、裁定を排除するような分節化されたシステムの中でたまたま裁定が起きてしまったことが、そのようなシステムの存続を危うくするという意味においてのみであって、裁定が行きつきた先の新たな均衡が安定したかどうかとは別の話である。

さて、公社債投信の残存元本が純減していく中で、大蔵省は公社債投信の運用規制基準を変更し、新発債の割合を5割としていたものを9月設定分から4割に、既発債を同3割から4割にした。これは相対的に低利の新発債の割合を下げることによって公社債投信の募集利回りを維持しやすくするためであった。公社債投信を電力債などの安定的な受け皿として育成するという発足当初の見込みが崩れはじめる一歩であり、さらに同年12月には運用基準規制は全廃されてしまう。

36年の後半、証券会社の手持ちの公社債投売りによるグレー・マーケット(主に店頭市場)が拡大しはじめた。これは一つには流通市場が未発達であった(ないし市場実勢を反映していなかった)ため、解約によって組入れから外れた公社債の流動化のために証券会社が売らざるをえなかったこと、もう一つには、長短金利のアンバランスなるものの原因は、高すぎるコール・レートよりむしろ安すぎる公社債金利にあったことを裏付けている。

公社債投信の売行きが急に減速したので公社債、特に事業債の発行に支障を来すに至った。流通市場も混乱し、37年4月には公社債の上場銘柄の取引が停止してしまう。

公社債の個人消化の代替品の意味もあった公社債投信であるから、当初から個人に対する税制上の優遇措置が要望されていたが、37年5月設定分からようやく国民貯蓄組合の斡旋対象に入ることになった。この5月以降公社債投信設定額のほぼ7～8割が国民貯蓄組合加入分であり、このころから残存元本の減少に歯止めがかかった。個人と法人の割合で見れば、発足時には金額で9割弱だった個人が、37年には98%以上にまでシェアを上げた。この意味では発足後1年半を経過してようやく本来想定された個人投資家が公社債投信の主要な買手になったのである。

国民貯蓄組合の制度がもっと早く導入されていれば法人による設定のシェアが相対的に少なくなり、したがって解約にとまなう証券会社の債券抱込みも少なくてすんだと考えられなくもない。しかし、いずれにせよ流通市場が発達していないということ(より正確には流通市場が未発達なのに、流動性を付与した商品を証券会社が売り出すということ)はこうした不可逆性をもたらすのである。もし流通市場が発達していれば、国民貯蓄組合の斡旋対象への指定が遅れても、

指定が始まったときから効果が現れるが、厚い流通市場がないと、いったん債券の余剰在庫が生じてしまえばその整理にはより多くの時間と費用がかかる(たとえば、グレー・マーケットで売らざるをえない)のである。

また、1月に公社債投信が発足するときに、7月の金融引締めは全く予見できなかったかどうかであるが、当時池田首相の主導する低金利政策が採られており、当面は引締めはないと予想されたのであろう。

〔注〕

- 1) 『理財局証券年報』昭和38年版、119ページ、証券取引審議会報告「証券投資信託について(公社債投信)」(昭和37年6月16日)など。

2 証券会社のキャッシュ・フロー

本節の中心はいうまでもなく40年証券不況である。この証券不況は、後述するように、基本的には証券会社の収支と資金繰りの決定的な悪化である。したがってこの時期に証券会社がどのような収支構造をもち、どのように資金繰りを行っていたかを概観しておくことが有用であろうと思われる。

(1) 損益状況

まず、証券会社の損益の状況から見てみよう。表2-4は、昭和34年から41年までの全国証券会社の損益状況である。営業収支は手数料収入などから費用を引いたものである。費用は販売費と一般管理費(人件費など)である。次に有価証券損益は、手持ちの証券のキャピタル・ゲインである。金融収支は、主に利息の受取りから利息の支払を引いたものである。その他収支は、引当金などとの間での収支である。当期損益は、これら四つの収支の合計から法人税を引いたものである。図2-14の方は営業収支、金融収支と有価証券損益、当期損益の4項目を、少し時期を長く取って、昭和34年から58年についてグラフにしたものである。

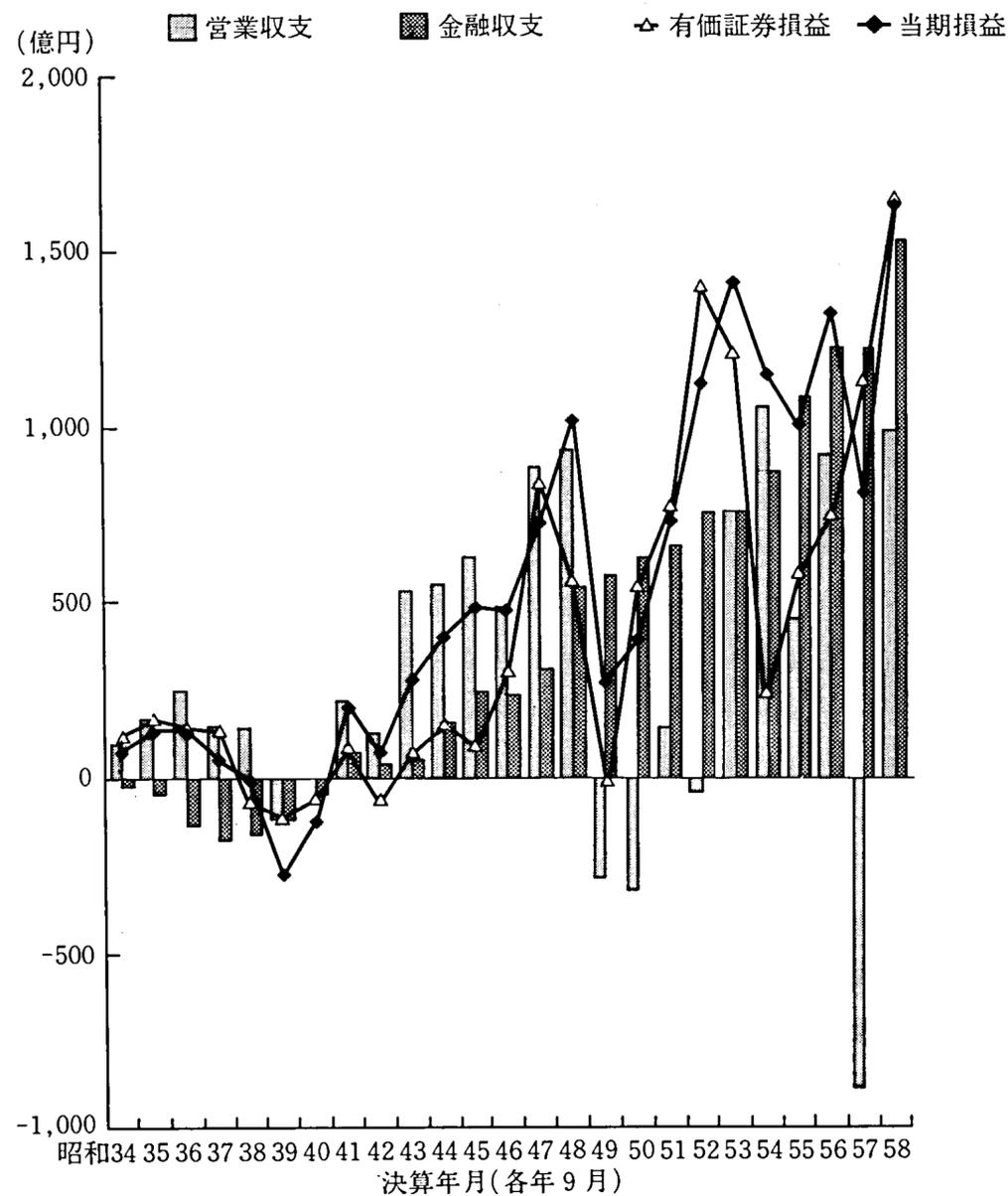
さて、図を見ると、相場の好調・不調によっておおむね営業収支、有価証券売買損益がそれぞれ好調・不調になることが読み取れる。したがって相場下落局面で営業収支と有価証券売買損益が悪化するのはいわば通例のことであり

表 2-4 全国証券会社の損益状況

昭和年月	(a) 手数料収入	(b) 販売費	(c) 一般管理費	(d) 営業収支 =a-b-c	(e) 金融収支	(f) 経常収支 =d+e	(g) 有価証券 損益	(h) その他収支	(i) 法人税	(j) 当期損益
34. 9	591	193	304	94	-30	64	121	-51	56	78
35. 9	929	275	482	172	-50	122	167	-46	106	137
36. 9	1,353	366	740	247	-131	116	143	-9	105	145
37. 9	1,355	402	806	147	-177	-30	136	15	67	54
38. 9	1,542	446	954	142	-163	-21	-58	105	36	-10
39. 9	1,057	316	861	-120	-124	-244	-105	85	8	-272
40. 9	1,018	279	742	-3	-46	-49	-54	-9	5	-117
41. 9	1,350	398	730	222	80	302	89	-107	76	208

(出所) 『大蔵省証券局年報』より作成。

図 2-14 昭和34～58年証券会社損益状況



(出所) 『大蔵省証券局年報』より作成。

36～40年に固有の現象ではない。

他方、金融収支のパターンは40年代以降とそれ以前とでは顕著に異なる。すなわち、40年代以降では、営業収支が赤字の時期にも金融収支は黒字を保ち、当期損益を大幅な欠損にするのを防いでいる(このほかに有価証券売買損益も、決算が悪くなりそうな時期にキャピタル・ゲインを実現して当期損益の赤字を小さくするという決算対策が行われる可能性もある)。ところが34年から40年に至る時期にあっては、営業収支が悪い時期はもちろんのこと、営業収支がまだ好調な

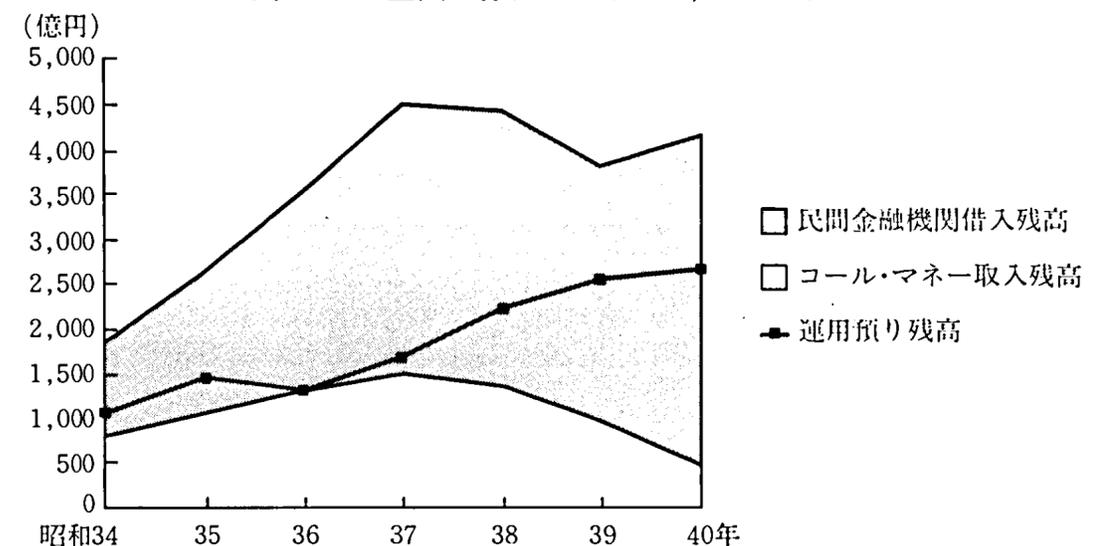
34～36年の時期にすらすでに金融収支は赤字である。したがって、財務状態は劣悪であり、なんらかのインパクトが加わると資金繰りが急速に悪化しはじめる危険はすでに存在したといつてよいであろう。

(2) 資金調達手段—コール・マネー、銀行借入、運用預り

証券会社の運転資金の主な外部調達は、まず調達手段で分類すればコール・マネーの取入れ、銀行借入、貸借取引借入などがある。このうち貸借取引借入は、信用取引制度の一環として、証券会社が信用取引顧客に行う融資のための資金を、短資会社を通じて日銀から借り入れるものである。したがって、自社の資産として有価証券を購入・保有するための資金源としては、コール・マネーと銀行借入が主要なものである。図 2-15 は、それぞれの残高の推移を表しており、37年をピークにコール・マネーは減っていき、その代り金融機関借入が増えていくことが分かる。

これは36年頃から証券会社がコール資金を取り入れることをある程度制限する日本銀行の指導があったからと思われる。36年9月現在で、証券大手4社のコール取入高は1266億円あり、そのうち564億円が自社系投信からのひも付きコール(いわゆる自社利用)であったが、それ以外は大半が一般市場コールであり、一部が中小金融機関からの(取入先を特定した)ひも付きコールであった。

図 2-15 全国証券会社の借入れ、運用預り



(注) 各暦年末残高(運用預り34～35年のみ9月)。

(出所) 運用預りは『大蔵省証券局年報』、他は日本銀行『資金循環勘定応用表』。

日銀は36年11月に、中小金融機関からのひも付きコールを規制した。また37年6月にはこれら投信コールのレートに対する指導を強めた。¹⁾

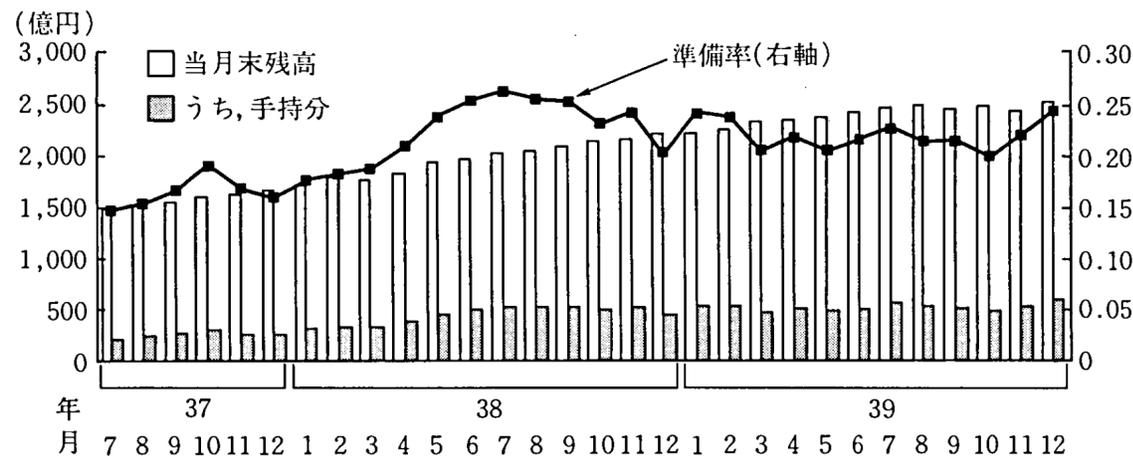
なお、ひも付きコールが全面的に禁止されるのは41年である。

これらの資金調達に際して、必要になる担保を入手するのに使われたのが、運用預りである。前節で述べたように、運用預りは証券会社の資金調達の便法として自然発生したものを、当局が規制を加えつつ認知したもので40年4月にピークに達する(前掲表2-3)。

図2-16は、『大蔵省証券局年報』に公表されている運用預り残高の月次データと運用内訳のうち手持分(担保などに使われていない分)の推移と各月の両者の比率すなわち準備率の推移(右軸)である。前節で触れたように、35年7月の通達で準備率は20%以上と定められたが、それが全社合計ベースで達成されたのは38年4月になってからであることが読み取れる。また、この月次データは37年以降毎年『大蔵省証券局年報』に掲載されるが、40年以降はこれが簡略化されて、9月の決算時の数字のみとなっている。特に40年の1月から5月の間のこの数字は重要であるのに、なんらかの事情で40年から掲載を取り止められたのである。推測であるが、40年特にその前半は、通達にもかかわらず準備率が20%を割り込んでしまったのかもしれない。

とはいえ、運用預りの額自体は伸びつづけてきたので、量的には39年末まで資金繰り圧迫要因にはなっていない。直接に打撃になったのは、40年に入ってから返却請求ラッシュ(後述)であろう。

図2-16 証券会社の運用預りの推移(昭和37~39年)



(出所) 『大蔵省証券局年報』より作成。

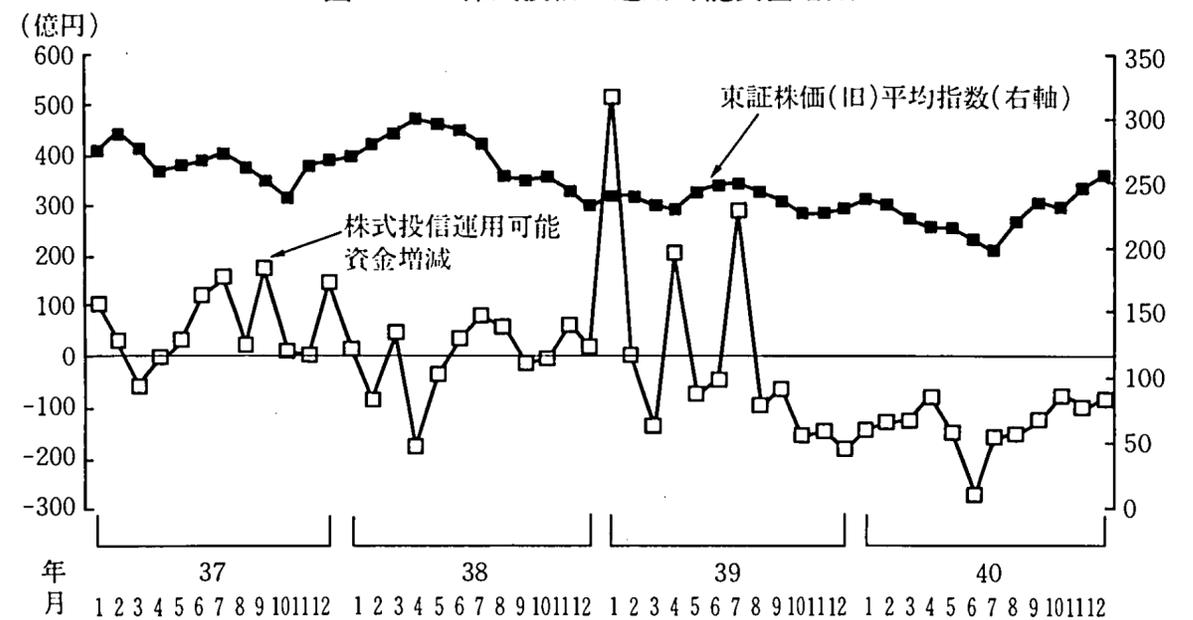
なお、運用預りの預り料(品借り料)は預かる債券(割引金融債)の額面に比例して固定されており、その部分は証券会社が顧客に支払う。顧客としては実質的に応募者利回りが上昇するのと同じと考えたために、金融債の販売促進にも役立ったのである。

(3) 資金源としての投資信託

前節で述べたように、投信は35年2月から証券会社と別法人になった。しかし依然として、たとえば投信で集めた資金のうち一部は受託会社の信託銀行を通じてコール市場に出され、これを証券会社が入り入れること(いわゆるひも付きコール)が日常的に行われていた。また、投信コロガシといって、証券会社と投信の間で株式の売買が打合せのうえで直接(バイカイを利用して)行われ、そこで成立した価格があたかも市場の需給均衡価格であるかのように演出して投資家を誘導するという手法もよく用いられていた。

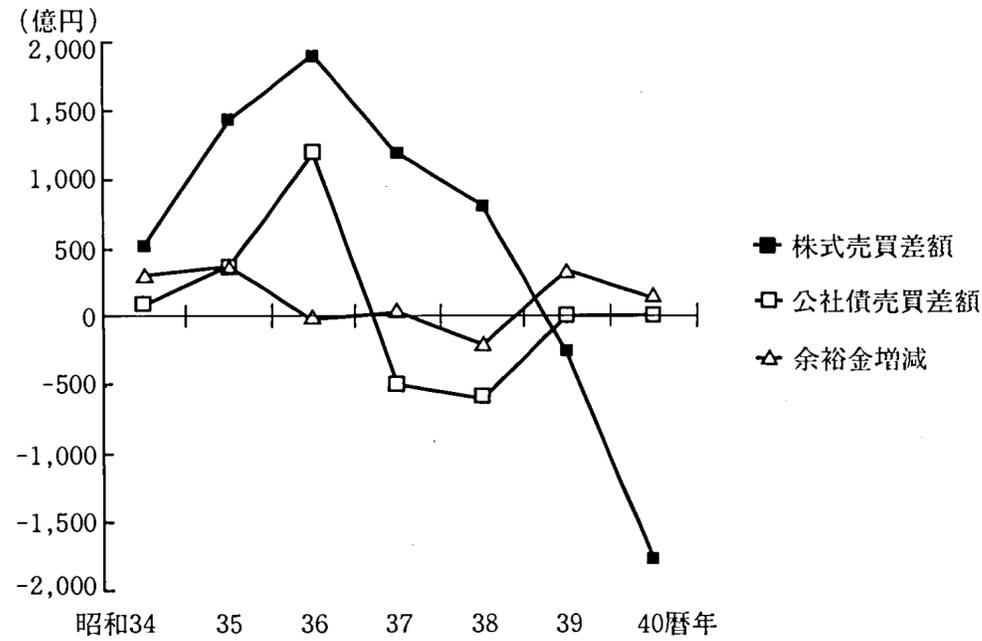
このように投信と証券会社は証券の売買でも連携することが少なくないし、資金面でも密接に結び付いていて、投信への資金流入が減れば、それは証券会社の資金不足につながることになる。そこで次に株式投信と公社債投信の動向を見ておこう。

図2-17 株式投信の運用可能資金増減



(出所) 『大蔵省証券局年報』より作成。

図 2-18 株式投信の資金運用状況



(出所) 『大蔵省証券局年報』より作成。

まず株式投信である。図 2-17 は株式投信の運用可能資金の増減の推移を表している。運用可能資金増減とは、新規設定額(流入)から解約・償還など(流出)を引いたものである。株式市場自体はすでに36年から長い下降局面に入っているが、それでも38年頃までは投信運用可能資金増減は、ゼロの前後を振幅をもって往復していた。39年前半は1月、4月、7月に新種の投信が設定されて募集が伸び運用可能資金も急伸したが、翌月以降には解約が殺到して再び落ち込むという形を繰り返した。しかし同年後半にはそうした出入りもなくなり負に落ち込んだまま回復しなくなってしまった。株式投信は確定利回りではないので、設定が減少しても公社債投信と違って直ちに逆鞘になるとはいえないが、39年秋以降、株式投信は証券会社にとって資金源として期待できなくなったとはいえよう。前述のように37年以降は自社系投信がほとんど唯一のコール・マネーの調達源になったので、投信の運用可能資金の落込みは、直ちに証券会社自身の資金不足につながるのである(図 2-18)。

次に公社債投信であるが、前述したように36年央から急増した解約は、37年央には鎮静化し、公社債投信の残存元本は再び成長しはじめた(前掲、図 2-13 参照)。37年5月設定分からは国民貯蓄組合の斡旋対象になって、7割以上がこの分により購入されるようになった。

しかし、1年間あまりも解約が新規設定を上回りつづけたので、公社債が証券会社の手許に累積した。流通市場が事実上存在せず、解約があったからといって直ちに運用対象の公社債を売却することができないからである。37年はそうした在庫の処分が進んだ年であり、36年末に200億円以上あった公社債の在庫が37年末までに10分の1に圧縮されたという。²⁾ この圧縮の過程が収益圧迫要因になったかどうかを考察しておこう。36年末と37年末を比べると、公社債投信の残存元本は250億円以上減っているのだから、この約200億円にのぼる「公社債の在庫整理」なるものが、公社債投信の新規設定分への吸収であるとは考えにくい。ほかに公社債を吸収しうる勘定としては株式投信が考えられる。前掲のグラフ(株式投信の運用資産増減状況)を見ると、36年には株式、公社債ともに大幅な買越しになっていること、および37年には公社債が売越しになっていることが読み取れる。したがって、公社債投信の戻り玉としての公社債が株式投信に吸収されたとも考えにくい。このように、手持ち公社債の整理は証券業界内部で完了したとは考えにくく、他部門へ売却したものと思われる。これが店頭市場を中心としたいわゆるグレー・マーケットである。その際、36年に比べれば37年は高金利期であるから多かれ少なかれキャピタル・ロスが発生(実現)した可能性が強く、前出グラフ(図 2-14)の38年9月決算の有価証券売買益(マイナス)のうち少なくとも一部はこれによるものであろう。なお、公社債はグレー・マーケットでは大幅なディスカウントであったが、キャピタル・ロスは公表される決算では実際より少なく評価されている可能性もあり、キャピタル・ロスの表面化はさらに後送りされていることも考えられる。また、この公社債がどの部門に売却されたかは、統計からは必ずしも容易ではない。たとえば資金循環勘定応用表の「公社債の部門別保有増加の推移」によると、最大の買手は金融部門であるが、34年から37年のいずれの年にも2000億円以上を全国銀行が買っており、37年に証券会社が200億円放出したといっても規模からすればさほど目立たないのである。

キャピタル・ロスと並ぶ公社債在庫のコストは、流動性の不足である。これに対しては37年6月から11月にかけて4回にわたり総額216億円の公社債担保金融が市中銀行から証券会社に供与された。整理さるべき公社債の在庫が200億程度であったといわれることを考えると、この融資は在庫金融として相当に

効果があったものと思われる。

こうして37年内に在庫はほぼ整理されたのであるから、その時点で一時的にせよ流動性不足は一段落したはずである。したがって公社債投信の第1次解約ラッシュ(36~37年)が40年不況の遠因となることがあったとすれば、それは流動性不足そのものよりも、主に債券売却時に生じたキャピタル・ロスを通じてであると結論できよう。つまり収益や内部留保(の不足)を通じての影響である。40年になって依然として流動性不足であったとしても、それは36~37年に抱え込んだ債券在庫が40年まで持ち越されたせいではなく(実際持ち越されはしなかった)、その後再び在庫が累積するなり資金流入が減るなりした結果のほずだからである。36~37年の第1次解約ラッシュが40年証券不況の遠因であるとするれば、それはこのような意味においてであろう。

資金源としては、株式投信は39年秋以降、流出一方になってしまったのに対し、公社債投信の方は、取付けの生じる40年5月まで流入が続いていたことは注目に値する。株式投信の方は39年秋から資金源としては期待できなくなっていた。他方、公社債投信の不振が証券会社にとって打撃であったのは、それより2年前の36~37年の第1次解約ラッシュで累積した手持ち公社債の処分時のキャピタル・ロスと、もう一つには後述のように40年5月に山一の危機が報道される頃になってからの取付けともいべき第2次解約ラッシュを通じてである。

(4) 資金調達の目的—株式保有

このように、証券会社が受けていた金融はほとんどが公社債を担保とするものであり、だからこそ公社債市場(の未発達)が株式市場や証券会社の資金繰りに直接関わってくるわけである。注意すべきは、戦前と異なって戦後この時期までの公社債担保金融は公社債を担保にはしているものの、ほぼすべてが株式購入・保有のための資金調達手段として用いられてきたことである。なぜなら、公社債の発行金利が政策的に低く抑えられ流通市場も事実上存在しない状況にあっては、証券会社がコール・レートなり銀行借入金利なりを払って公社債を保有すればただちに逆鞘でありキャピタル・ロスが発生するからである。公社債の在庫を自己勘定ですすんで購入する動機が証券会社側に希薄になるのは当

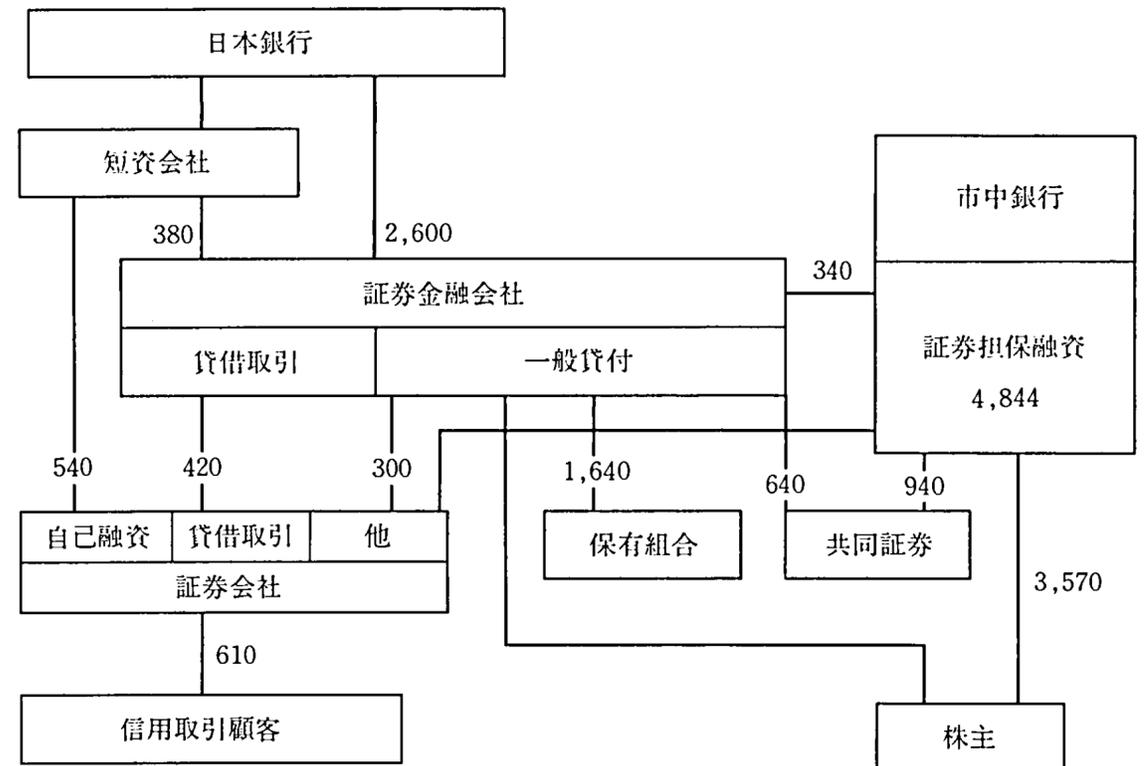
然であり、したがってそのための資金調達も必要とされなかったわけである。

ほぼ唯一の例外は(3)で述べた37年秋の市中銀行から数次にわたる200億円余りの融資である。これは上述の36~37年の公社債投信第1次解約ラッシュで証券会社の手許に累積してしまった公社債を流動化するためのものであった。

この例外を除けば、証券会社の資金調達の大半は株式保有・購入のためのコール・マネーや銀行借入であった。このコール・マネーや銀行借入のために運用預り割引金融債が担保として盛んに用いられたのである。図2-19は、40年当時の公社債担保金融の資金ルートをチャート化したものである。

民間金融機関やコール市場からの公社債担保金融とはおおよそ以上のようなものであったが、政策的な金融措置がなかったわけではない。34年11月の証券取引審議会の答申を受けて、35年より日本証券金融と大阪証券金融を通じて、コール・レートや市中金融機関貸出金利より低いレートで証券会社が個人投資家などから公社債を買い取るための資金や、債券引受けの際に未消化分を保有したり既発債を買い戻すための資金などが貸し付けられた。しかしレートが低

図 2-19 公社債担保金融の資金ルート



(注) 数字は昭和40年3月末の残高(単位:億円)。
 (出所) 証券団体協議会調査室「証券金融の実態」メモ(昭和40年9月1日)。

いとはいえまだ公社債発行金利よりは高く、見るべき実績は上がらなかった。

(5) 証券会社の資金繰り

この時期の証券会社の資金繰りの特色をまとめておこう。まず40年代以降と違って、金融収支が他の収支とともにしばしばマイナスになってしまうなど財務状態が総体に貧弱であった。そして、資金源の中には、運用預りや公社債投信のように、取付けに弱いものが含まれていて、そうでなくても不安定な資金繰りが、何かのきっかけで一挙に悪化する危険があった。資金調達には公社債を担保として行われることが多かったが、資金の用途は公社債ではなく株式購入・保有に使われた。株式投信は証券会社へのひも付きコール資金供給や、証券会社との間でのバイカイを利用した価格操作などにも用いられていたが、39年になってからは全く不振になって資金が集まらなくなり、証券会社の資金繰りをさらに圧迫した。

〔注〕

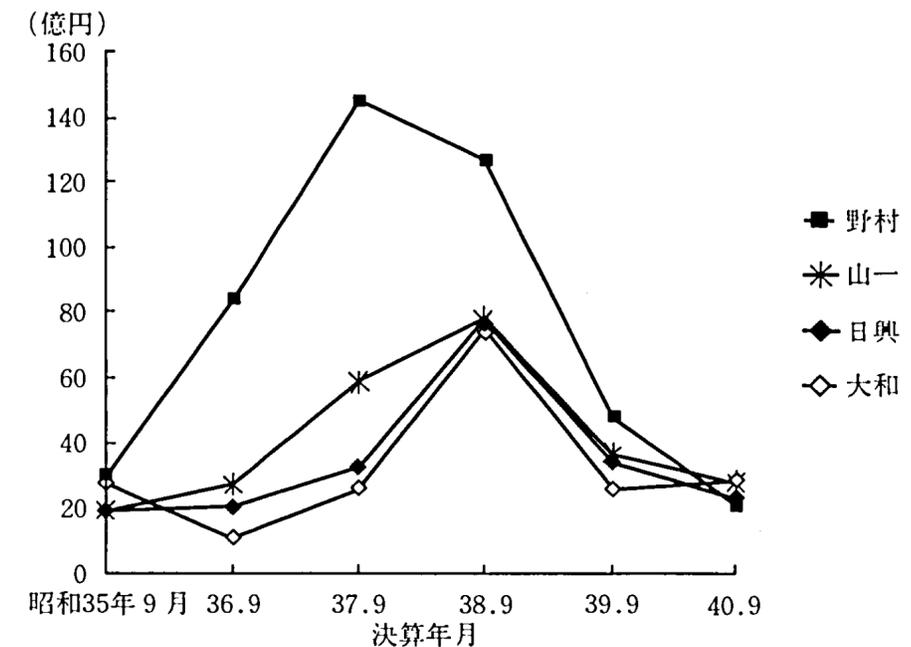
- 1) 日本銀行資料による。
- 2) 『理財局証券年報』昭和38年版。

3 山一証券の状態

第2項では証券会社一般のキャッシュ・フローの状況について概観した。次に、より個別的に昭和40年5月に日銀特融を受けるに至る山一証券について、40年以前から特に他社と違った特殊事情があったのかどうかを見ておこう(以下七つのグラフはいずれも『大蔵省証券局年報』掲載の財務諸表から作成した)。従来指摘されてきたのは、山一が、未上場企業を上場させる競争に最も熱心であったとか、あるいはもっと一般的に公社債投信の解約ラッシュがこの恐慌の遠因であるといったことである。

まず、36～37年の第1次の公社債投信解約ラッシュの後遺症である。図2-20は証券大手4社の公社債保有残高の推移を示している。野村は37年、他の3社は38年がピークであり、野村以外の3社はよく似たパターンである。各社の総資産に占める公社債の比率を計算してグラフにするとまたほとんど同じよ

図2-20 4社の公社債保有残高の推移



(出所) 『理財局証券年報』、『大蔵省証券局年報』より作成。

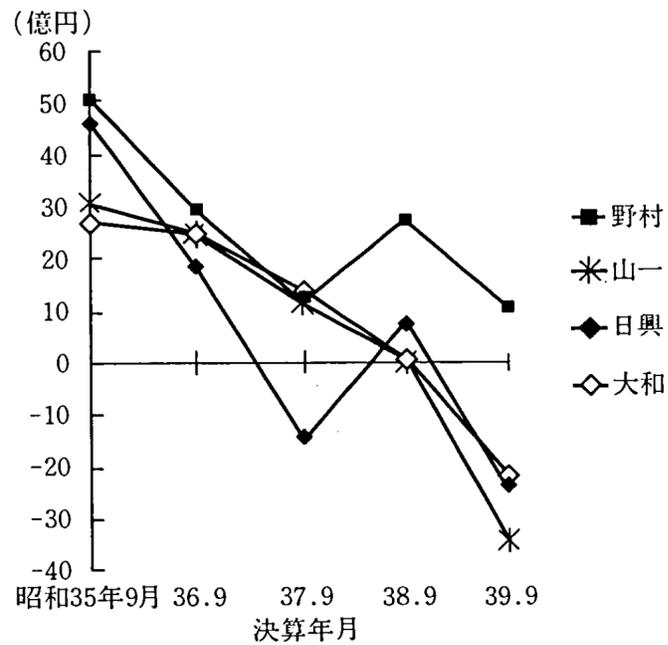
うな形になる。前述のようにこの公社債を処分する過程でキャピタル・ロスが実現されたのであるから、それによる損害はほぼこの保有量に比例しているはずであり、特に山一にだけ厳しかったとはいえない。野村のピークが早いのはそれだけ処分の開始が早かったためかもしれない。しかし他の3社の中で特に山一が不利な材料は見出せない。したがって36年の公社債投信解約から37年の公社債処分の過程で、特に山一が他社より厳しい損害を受けた要因はここには見出せない。裏返していうと、他社も山一と同様に公社債保有量相応のキャピタル・ロスを被ったと思われるのである。

次に40年に近づくにつれて損益がどう変化したか。図2-21が示すように39年になると4社ともはっきりと減益しており、特に野村以外の3社はマイナスになっている。中でも山一の欠損は最大である。

この欠損の内容をより詳しく見よう。図2-22は主要な損益3項目を示す。

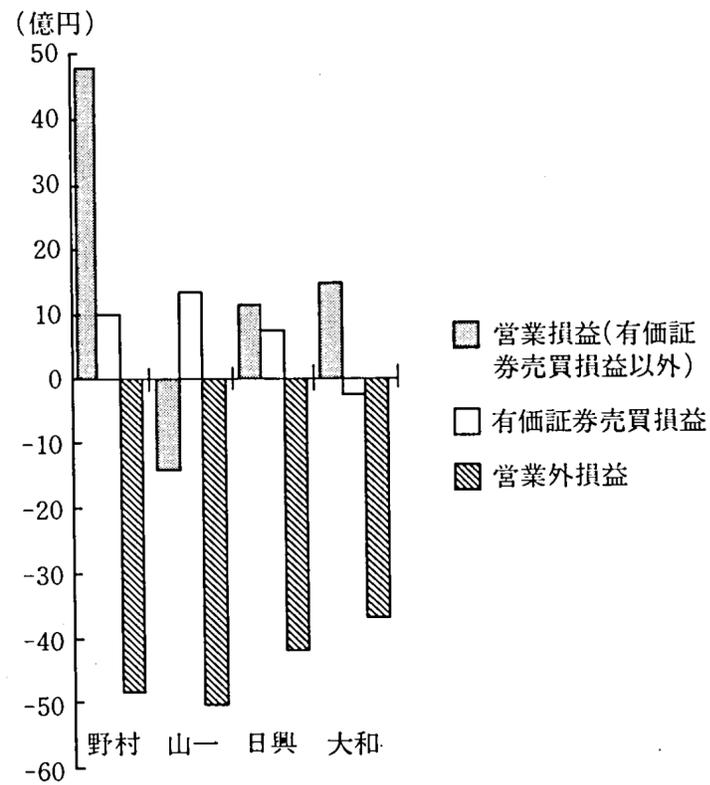
図の営業損益とは、決算の営業収益のうち有価証券売買損益以外の部分である。営業外損益の主要部分は金融収支であり、これは先に全国証券会社合計について見たときと同様、支払利息が受取利息を大幅に上回って、4社ともにマイナスである。

図 2-21 4社純損益(昭和35～39年)



(出所) 『理財局証券年報』, 『大蔵省証券局年報』より作成。

図 2-22 昭和39年4社の損益内訳



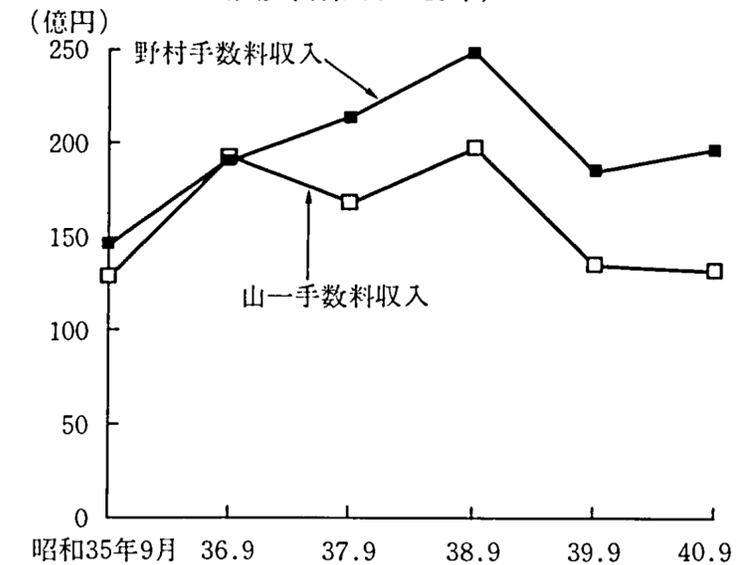
(出所) 『理財局証券年報』, 『大蔵省証券局年報』より作成。

有価証券売買損益は各社まちまちで、39年9月決算期の山一はむしろ他社より好成績である。

逆に営業損益は4社中ただ1社赤字である。営業損益を構成する収益側は手数料であり、費用側は販売費と人件費などの一般管理費である。少し前の時期からの変化を含めて見よう。図2-23および図2-24は営業収入の代表としての手数料収入と、営業費用の代表としての販売費・一般管理費の推移を、野村と山一の2社について比較したものである。まず手数料の方を見ると、株式ブームが最高潮に達した36年に、山一は野村に匹敵する手数料収入を得ているが、その後は8割ないし7割くらいの水準になっている。ところが費用の方は、販売費の差は縮む方向に推移していったし、一般管理費に至っては36年から39年まで両社でほとんど等しい水準である。それだけ山一の収益/費用の比率が悪かったのである。

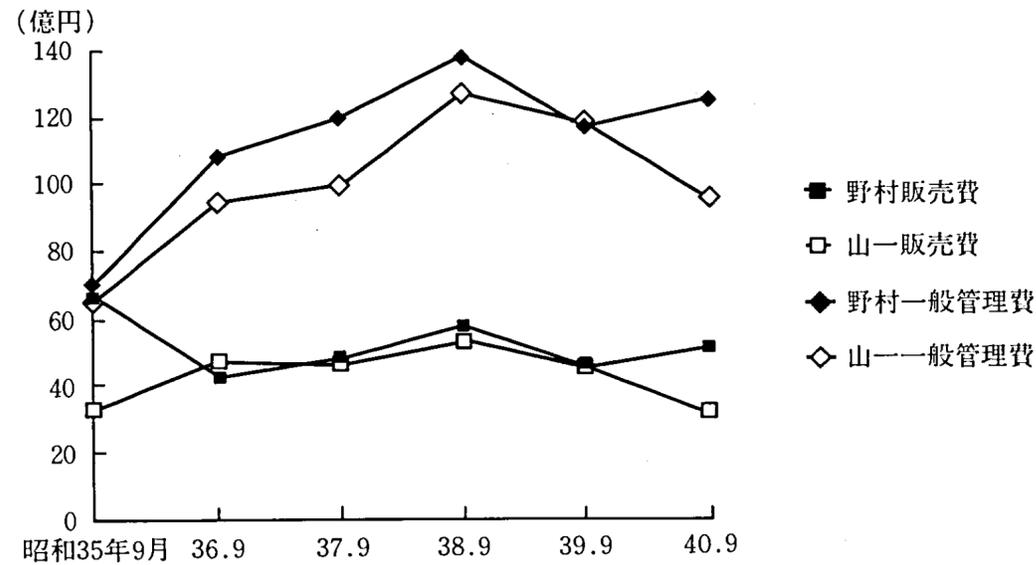
このように、有価証券売買損益以外の主要項目においては山一は他の3社よりはっきりと悪い決算内容であり、しかもこの傾向は39年に急に始まったのではなく、36年から徐々に進行してきたものと思われる。39年9月の決算では、有価証券売買損益によって、手数料の減収や膨張する販売費の一部を辛うじてカバーする状態であったといえる。この9月決算では34億5000万円の赤字と発表

図 2-23 野村証券と山一証券の手数料収入推移(昭和35～40年)



(出所) 『理財局証券年報』, 『大蔵省証券局年報』より作成。

図 2-24 野村証券と山一証券の営業費用推移(昭和35~40年)



(出所) 『理財局証券年報』、『大蔵省証券局年報』より作成。

されたが、菅谷によると、後に富士、三菱、興銀が中心になって再建策を作る段階で把握したところでは実質的にはこの9月期で200億円を超える赤字であったという。¹⁾これは、決算で公表された数字よりも実際には事態が深刻であった可能性を示唆している。公表された数字と「実質的」赤字とが食い違った原因の一つは、山一証券自体だけでなく、関連会社に分散された債務・赤字であるともいわれる。

後に日銀特融が実施されたあとの40年9月末の実質正味資産の内訳を表2-5に示す。これによって、関係会社に不良資産をかなり分散させていたことが分かる。メイン3行が再建策を作成したときに実質的な赤字が200億円と試算したのも、関係会社の分を含めての計算であることが推測される。

なお、収益構造とは一応別の事柄として、40年5月に取付けが生じる以前の山一の短期的な資金繰りの方は、特に厳しかったという指摘はこれまでもなされていないようである。たとえば流動比率を見よう。次の図2-25は4社の流動比率の推移を表している。流動資産/流動負債であるから、この比率が大きいほど支払のための流動性があることを意味している。山一の流動比率は他社に見劣りするわけではない。

以上の七つのグラフから読み取れることをまとめると、

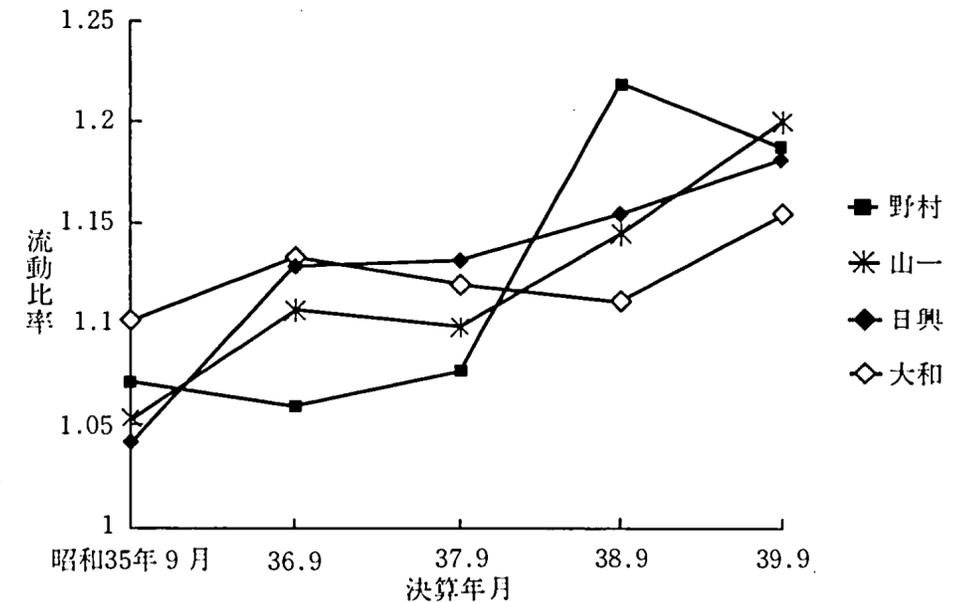
- (1) 公社債投信の第1次解約ラッシュの後始末(公社債の売却によるキャピタ

表 2-5 昭和40年9月末の証券会社実質正味資産の内訳 (単位: 億円)

	本業(旧会社)	関係会社	計	
資本金	80	12	92	
累積欠損	繰越欠損	△42	△76	
	当期欠損	0		
	不良資産	△27	△78	△105
	評価損益	△2	△60	△62
	小計	△71	△214	△285
差引実質正味資産	9	△202	△193	

(出所) 大蔵省証券局資料。

図 2-25 4社流動比率(昭和35~39年)



(出所) 『理財局証券年報』より作成。

- ル・ロス)は他社と比べて特に山一に厳しく作用したわけではない。
- (2) 流動比率に表されるような資金繰りの指標は38~39年になっても特に山一が悪いというわけではない。
- (3) 38~39年に山一は他社に比べて急速に収益が悪化した。他社と比べて目立つ悪化要因は、決算で見るとは有価証券売買損益以外の収支要因であり、(黒字の)有価証券売買損益を含めて損益全体を見ると、39年は大和、日興をやや上回る程度の欠損になった。

このように、相場の不振、投信の資金流出によって証券業界全体が苦しい経営状態であるときに、山一の場合はさらに加えて、有価証券売買損益以外の部分で営業収益に対して営業費用が他社比でかさむことに見られるような(その意味では経営・組織上の)問題が加わり、他社よりも深刻になったと考えられる。

また、営業損益悪化の個別の要因として、山一が第二部上場会社の発掘に他社よりも熱心で、これが特に相場の変動期に金融的な負担を重くしたことが指摘されることもある。²⁾

(注)

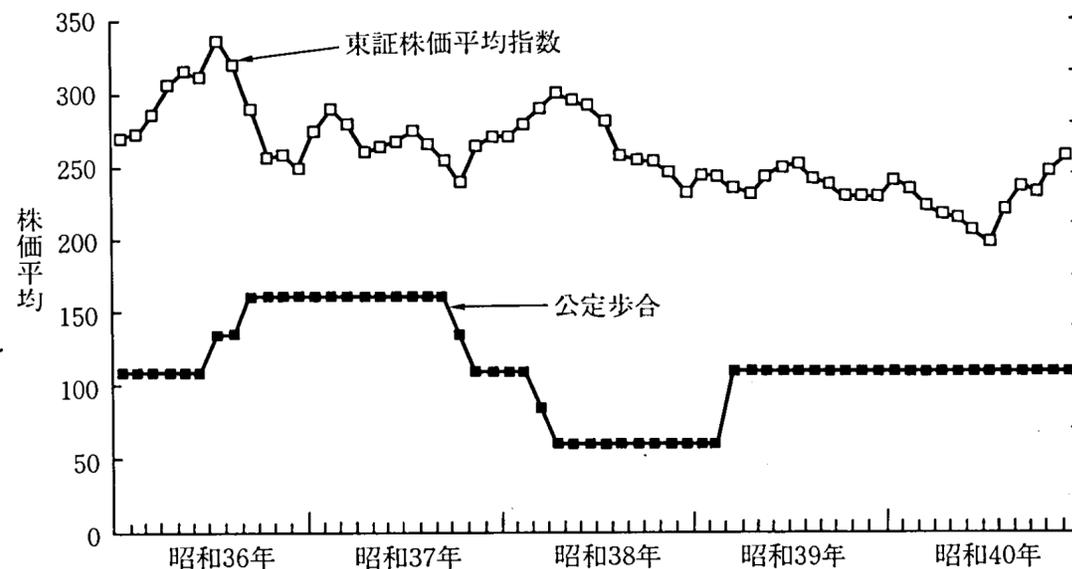
- 1) たとえば、菅谷隆介「日銀特融」(有沢広巳監修『証券百年史』, 昭和53年, 日本経済新聞社, 316ページ)。
- 2) 前掲, 菅谷隆介「日銀特融」(有沢広巳監修『証券百年史』, 316ページ)。

4 日銀特融に至る経緯

次に、昭和39年から40年にかけてどのような経緯で日銀特融に至ったかを、時間の経過に従って概観してみよう。

公定歩合は36年夏に国際収支対策として引き上げられて株価は下落した。その後、図2-26に見るように株価は一進一退を繰り返したが、38年7月のいわ

図2-26 東証株価平均指数と公定歩合



(出所) 日本銀行『経済統計年報』などにより作成。

ゆるケネディ・ショックにより急落し、以後は40年夏まで下げ基調であった。この下げは株式の過剰によるものであるとの認識から、増資調整と買支え機関の設置が行われた。

38年9月、株式投信に組み込まれている公社債を担保として、市中銀行が証券会社に融資を行った。これは株価対策を目的としており、37年の公社債担保金融とは異なる。株価対策ないし株式買持を目的とする点では従来からの市中銀行による対証券会社融資と共通する。

日本共同証券 まず39年1月に日本共同証券株式会社が設立された(昭和39年1月23日証券会社として登録)。これは金融界が証券当局との打合せのうえで組織した株式買入れ機関であり、形式的にはディーリング専門の、新規に登録された証券業者であった。大蔵省と興銀、富士、三菱の間では38年の夏頃からすでに極秘に設立が検討されていた。¹⁾

株主は都銀、地銀、生損保などであり、第1次買い出動としては39年3～4月、第2次として同年8月から40年1月まで、合計で1906億円(すべて市場一部上場株)の買支えを実行した。ディーリングとはいうものの、設立の趣旨からして買支え機関に近いものであり、株式の放出はこの時期には行われなかった。図からも読み取れるように、共同証券設立直後は株価は急騰した。しかし39年初に国際収支対策のために公定歩合が引き上げられ、39年夏からは株価は再び下降線に入ってしまった。この国際収支の壁があるので、株価対策として金融緩和のようなジェネラルな方法をとれず、セレクトティブに株式市場だけについて買支えをすることになってしまったともいえる。

後述する証券保有組合と違って、投信や証券会社の売りを直接に買うことは当初は行われなかった。したがって、その意味ではいわば株式の公開市場での買いオペに近いものであった。また、共同証券は、銀行が共同で設立した民間企業であるにすぎないから、買い入れる株の選択は市場性重視であり、40年1月時点で東証第一部上場株の時価総額は7兆4434億円であったから、残高で見ても2.6%相当の保有量であった。

共同証券の実際の活動の末期に近付いた頃、すなわち日本証券保有組合にバトタッチする直前の39年11月になって、共同証券は、4大証券会社と中堅10社の保有分250億円を肩代りすることになった。また、日銀も、39年9月、す

なわち株価が再び下降を始めたころになって日本証券金融を通じて共同証券へ特別融資を行う方針を決定し、11月に1000億円の融資枠決定、12月に400億円を実施した。

これは、当初銀行が資金を出し合って株を買い上げ、市況を上向きにすることを狙う、という性格であったものが、9月以降の株価下げの時期から変化してきたことを示唆する。つまり、少々の株を市場から買うのではなく、株価の下げ要因と目される投信売りを直接吸収するような、より直接的な手段が模索されはじめたことの現れであり、9月の日銀の特融はそのような株価対策の過程に中央銀行が本格的に関与しはじめたことを意味する。しかし、共同証券はその性格からして、個々の投信の売りに対して買い向かうことには限界があり、保有組合に道を譲ることになる。なお、日本共同証券は昭和41年には凍結株の売出しを開始し、最終的に解散するのは昭和46年1月31日である。

日本証券保有組合 銀行が中心となって組織した日本共同証券と対照的に、日本証券保有組合は、証券会社が40年1月12日に設立した民法上の任意団体で、当初9社、ピーク時56社が組合員になっていた。運営上の重要事項については大蔵大臣の指導を受ける、と規約にも明記されており、大蔵省・日銀の支援を得ての設立である。事業内容も、規約上、組合員と投信の保有する株式の買入保有、とはっきり特定されていた。買入れの方式は、投信から買入れる場合は通常の方法であるが、組合員からの買入れの場合は売戻条件付きであり、条件は買取り時の価格、売戻しの時期は組合側が決定する、というものであった。これは、将来受給関係が正常化した暁には証券業者の手でこれらの株式を処理し市場で流通させるのが本来の姿と考えられたからである。投信については、顧客との関係において満期が定まっているので、いつ売り戻されるか不明では支障が生じるため売切り方式にされたのである。

買値のままでの売戻しという条件は、長期的に株価がさらに下がりつづけることはないという証券界の予測を反映しているともいえる。もし下がりつづければ保有組合にいわば預けておいた株式が減価するのであるから、売り逃げることをせずにある銘柄の株式を長期に持ちつづけることとほとんど同じだからである。実際には株価反転の予測は的中して山一事件後に株価は回復し、保有組合の保有株も、早く売り戻してほしい旨の要望が組合員から続出するほどの

キャピタル・ゲインを生んだ。実際に売出しが開始されたのは41年3月からであり、山一証券の場合に至っては、後の日銀からの特融の実質的な返済額のほぼ3割がこの保有組合からのキャピタル・ゲイン還付金によって賄われた。²⁾ 保有組合が解散したのは44年1月である。規約によれば組合解散時の残余財産の半分に当たる額は、資本市場育成のための基金とすることになっていた。

資金は組合員からの出資金(173億300万円)と日証金を通じた日銀からの融資(1646億3800万円)によっており、組合規約によって借入れの限度額が2000億円とされていた。この資金を動員して、投信分については40年1月(820億円)と3月(41億円)、組合員の本業分すなわち証券会社保有分については2月に501億円に及ぶ株式が買われた。7月までの期間で合計すると、投信分については実に1827億円が肩代りされたことになり、これは当時の投信時価総額の23%に相当する規模であった。

資金の源泉の9割が日銀であり、資金の用途の4分の3が投信の株式肩代りであることから、この証券保有組合の機能は、端的に言えば日銀資金による投信分株式肩代り・凍結であり、これによる相場の回復、あるいは少なくとも投信の株式売りが相場を下落させることの防止、という目的で実行されたものといつてよいであろう。実際には、相場は直ちには反転しなかったもので、所期の目的が達成されたとはいいがたいが、株式投信が恐慌の原因になることは防いだともいえる。山一証券に対する取付けは、後述するように投信よりもむしろ運用預りに対して生じたものが致命的だったからである。

増資調整 増資調整については「金融政策」編にも詳しいが、この時期の増資調整は、新規の株式供給を制限して株価を高く誘導する意図をもっており、その意味で株価対策の一環であった。また、共同証券発足以降の増資調整は、日銀の資金によって株式を買い支えているときに民間企業に自由な増資を許しておけば、日銀資金がますます増資を誘発し買支えの効果が減殺されてしまうとの配慮も働いたと思われる。

まず第2期増資調整(36年10月から38年8月)は、36年7月の引締め以降に、増資が引締めのループ・ホールになっているとの判断から行われた。

その後39年春になると再び国際収支悪化から引締めが行われ、再び増資ラッシュの兆しが見えた。そこで3月に日本共同証券が買い出動に出た後、増資調

整懇談会にて調整することとなった。これが第3次の増資調整(39.7～40.9)である。これと並行して東証は新規の上場自体も制限した。

山一の経営陣交替 39年9月の決算公表前に、山一証券の会長小池厚之助、社長大神一が、後継者の決定を待たずに辞意を表明した。ほどなく発表された39年9月期の決算が非常に悪かったことを受けて、山一は11月に経営陣の交替、人員削減、遊休不動産の処分など合理化を進めた。後任の社長には興銀OBの日高輝が就任した。

取付けの発生と日銀特融決定 当時39年12月にサンウエーブ、40年3月に山陽特殊鋼がそれぞれ倒産し、不況が深刻化していたので、経営難がささやかれる山一にもマスコミが注目していた。大蔵省も39年6月に新設された証券局において免許制を前提にした証券業者検査を進める過程で山一の経営難に気づいており、事態が明るみにならないようにマスコミに働きかけていた(5月7日、加治木財務調査官が報道関係7社と面談)。

また、5月11日の参議院大蔵委員会で、鈴木市蔵(無所属)が、山一の名は出さなかったものの、証券会社の経営危機と運用預りの問題を追及した。報道関係者は国会で山一の名前が出れば自粛は自動解除になると理解しており、当時取材現場は緊迫していたという。

この頃、山一はさらに抜本的な再建策を作成し秘密裡に取引銀行18行に対して借入金利の棚上げを要請して、原則的に同意を得た(5月19日)。

ところが報道協定の外側にいた西日本新聞のスクープと時事通信のファックス配信により、5月21日になって再建策の存在が報道されてしまった。

21日午前、緊急省議のあと、田中大蔵大臣は記者会見を行い、具体的な数字を挙げて、「金融機関の協力を得たので大衆投資家に迷惑をかけることはない」旨述べた。挙げられた数字というのは、一部借入金200億円に対する金利棚上げと経営の整理(店舗を90から77に、人員を6868人から6000人に、集金人を784人から600人にそれぞれ削減する)についてであった。同日午後には丸の内銀行倶楽部で興銀中山頭取、富士銀岩佐頭取、三菱銀中村副頭取、山一証券日高社長の4者合同記者会見があり、再建策が公表された。

しかしこの日の報道により抜本的な再建策が必要であるほどに事態が深刻であることがかえって周知される結果となり、投信・累積投資・運用預りの解約

が山一の全国の支店に殺到した。次の表2-6は5月21日から、特融が決定される28日の前後までの山一証券への顧客の来店・投信売却などの推移である。

これは取付けというべきペースの資金流出であり、他社と比べてとくに21日以降は山一に集中していることが、次の表2-7からも読み取れる。

表2-6によると、週末から始まった取付けは、翌週の半ば26日(水曜日)頃に一度納まりかけたが、再び27日から始まったと読める。

種々の解約・資金流出のうち、どれが山一にとって最も大きな打撃であったか。株式投信の解約のほうは証券保有組合の買支えでかなり対応できたはずである。実際、証券保有組合の主要な役割として、投信分の株式肩代りが当初からうたわれていたし、すでに述べたように40年1月(820億円)と3月(41億円)に投信放出株の肩代りの実績もあった。一方、公社債投信解約の影響は株式投信とは異なり、すでに述べた36年後半からの第1次公社債投信解約ラッシュの後遺症と同じように、公社債在庫の累積であろう。しかし公社債在庫については金融機関からの公社債担保金融という資金繰り手段がある。

これら投信と対照的に、運用預りの返還請求ラッシュについては、対策がより困難である。というのは、顧客から運用預り扱いで預かった割引債は、主に株式購入のための資金調達の担保として銀行などに差し入れているので、これを引き出すということは借入れをいったん返済することであり、そのためには株式を売却するか、あるいは、改めて借入れを行わなければならない。借り入

表2-6 山一証券への顧客の来店、投信売却の推移

(単位：100万円)

	来店客数(100名)	割引債売却	割引債引出し	株式投信売却	運用預り減
平日	35			200～250	
21(金)	—	140	100	331	
22(土)	142	819	964	610	1,820
24(月)	177	829	911	900	1,884
25(火)	129	468	503	689	1,067
26(水)	106	316	463	549	857
27(木)	125	434	680	700	1,207
28(金)	208	1,494	560	1,295	2,172
29(土)	127	642	455	473	1,204
31(月)	115	491	338	579	878

(出所) 大蔵省証券局資料。

表 2-7 証券会社別資金流出の状況 (単位：100万円)

月/日	野村株	日興株	山一株	大和株	野村債	日興債	山一債	大和債
5/1-5/20	4,714	2,203	2,325	2,082	1,562	1,148	1,121	760
21	175	82	400	115	182	30	67	60
22	160	115	715	134	—	71	400	—
24	310	126	1,180	214	—	12	530	40
25	338	285	880	379	284	41	320	15
例月一日	308	133	132	123	94	62	79	55

(注) 「株」は株式投信, 「債」は公社債投信。

(出所) 大蔵省証券局資料。

れるにしても、新たに担保を手当しなければならない。ちょうど預金取付けに遭遇した銀行と似た状況に陥るわけである。

さて週明けの24日(月曜日)に取付けが始まったのと時を同じくして、免許制を骨子とする「証券取引法」の改正が公布された(後述)。

翌25日(火曜日)には山一証券関係の銀行16行が丸の内銀行倶楽部で緊急の頭取級会議をもち、金利棚上げ問題について常務級で再検討することを決定した。これは、21日にメイン3行で金利棚上げを発表してしまったことに、メイン以外の各行から、強い反発があったからである。すなわち、役員派遣を行っているメイン3行と他の13行とでは、山一の経営不振への責任の取り方も違ってしるべきで、一律に金利棚上げするのは納得できないというのである。

26日(水曜日)午後、東証、日証金、証券4社の首脳会議がもたれて最近の株式情勢と今後の対策について協議され、「早急な対策はないが、今後一週間市場の動向を見守る」ことで合意した。また、同じく午後、衆議院大蔵委員会で横路節雄(社会党)、有馬輝武(社)、只松祐治(社)、春日一幸(民社党)各委員が質問に立ち、山一の再建に至った経緯と再建の方向、今後の証券行政のすすめかたについて質疑があった。また、山一証券の来店数、解約状況などが報告された。また、同日、宇佐美日銀総裁の定例記者会見があり、山一問題について触れ、不測の事態になれば混乱を防止する決意がある旨を表明した。この日銀総裁の決意表明は、取付け鎮静化に全く効果がなかったといわざるをえない。取付けは28日に至ってピークに達するからである。日銀の混乱防止の決意といっても、前例のないことであるから、投資家は半信半疑ないし具体的な印象をもてなかったのであろう。

27日(木曜日)午後、再び山一関連16行会議が開催された。メイン3行と他行との金利棚上げが同率であること、市中16行と信託2行の比率が不公平であること、日銀がなんら具体策を示していないこと、などに異論があったが、金利軽減について原則的に合意した。

28日(金曜日)、山一証券への来客数は前日のほぼ2倍に達し、取付けはますます激しくなる感があった。日銀氷川寮で大蔵省、日銀、3行のトップ会談があった。当初、3行側は、仮に日銀から資金を出すとしても資金は日本証券金融経由にしてほしいと主張し、日銀と大蔵省銀行局は3行のメインバンクとしての責任の所在をはっきりさせるために資金は3行を経由すべきであると反対した。こうしたやや細かい点で難航して、肝腎の日銀特融自体が決まらずにいたところに、深夜になって田中大蔵大臣のイニシアティブで特融が決定し、³⁾午後11時半に日銀総裁・副総裁、大蔵大臣の記者会見があり、特融が発表された。証券局内部では「日本銀行法」第25条の発動による解決はほぼ1年前から極秘に検討はされていたが、田中大蔵大臣の裁決を仰いで大蔵省としての方針を決めたのは40年5月初旬であった。

翌29日(土曜日)から、表2-6が示すように取付けは解消とはいえないものの目立って減り、恐慌は回避された。第1回の山一への特融は6月7日に実施された。6月9日には大井証券も日銀特融を申請した。

[注]

- 1) 加治木俊道「免許制への移行」(有沢広巳監修『証券百年史』, 昭和53年, 日本経済新聞社, 321ページ)。
- 2) 菅谷隆介「日銀特融」(有沢広巳監修『証券百年史』, 317ページ)。
- 3) 高橋俊英口述「昭和38～40年の銀行行政について」(大蔵省資料Z108-9-2)。

5 日銀特融の意義

昭和40年5月28日深夜に発表された日銀特融はさまざまな短期的・長期的効果をもっていた。また、日銀特融を行った目的とその合理性についても吟味の余地がある。本項ではこれらの点を論ずる。

(1) 日銀特融の即時的効果

しばしば指摘されるように、日銀特融決定のニュースは、「無担保・無制限」の特融として報道され、これが取付けを鎮静させるに効果大であった。実際は無制限ではなく、融資開始前に240億円程度融資されることに合意するのであるが、報道用として無制限という言葉が選ばれたのである。日銀特融のインパクトも、まず第1にこのようないわばアナウンスメント効果として現れた。実際に融資が開始されるのは6月7日からであるが、融資の決定のニュースのみで、まずは取付けが激減したのである。後述のように、取付け(解約請求)が完全に鎮静化するのには7月に入ってからである。

(2) 手段としての日銀特融の必要性

山一証券を救済することが政策目標として適切であったと仮定すると、その手段として日銀特融は必要であったと見てよいと思われる。その必要性を確認するためには、西日本新聞の報道をきっかけとする取付けの発生以前と以後とに分けて考えるのが便利であろう。

必要性の1＝アナウンスメント効果

取付けを収束させるには、日銀融資決定のようなビッグ・ニュースが必要であったと考えられる。当局もこのことを熟知しており、報道用にわざわざ「無担保・無制限」という表現を用意したのである。

必要性の2＝資金量

「日本銀行法」第25条の発動による日銀特融決定の前に、メインバンク3行、特に富士銀行が中心となって作成した再建策があり、そこでは、後述のように日銀からの特別枠融資が前提されていた。これは、民間金融機関の側が、もはや民間のみでの融資継続が困難であると経営的には判断していたことの現れであるといえる。

日銀特融を呼び入れることの民間金融機関側の便益は日銀のパーティシペーションによるリスクの低減であり、費用は日銀に行ってしまう分の得べかりし利息である。つまり、ある程度の量の日銀資金が入るほうが民間金融機関側にとっても有利になる可能性がある。したがって民間側の再建計画に日銀資金導

入が要望されていたことをもって直ちに日銀資金の政策上の必要性の証明とするのは早計かもしれない(632ページの「民間金融機関のペイオフ」参照)。

(3) 目標としての山一証券救済

では山一証券を救済すること自体は、政策目標(ないし中間目標)として適切であったかどうか。当時の新聞などの論調で目立ったのは、証券業界の建直しのために適切な処置であったというもの、もう一つ、山一証券という特定の民間企業、ないし証券業という特定の民間業界に日銀の資金が供与されるのは不公平であるというものであった。後者は、40年不況で多くの中小企業が資金繰りに苦しみ、山陽特殊鋼始めいくつもの大企業も倒産するような時期であったために、なおさら強い不満の声となった。同様の指摘は国会でもたびたびなされ、これに対して日銀や大蔵省が表明したのは、もし山一に対して特融を行っていないければ他の証券業者にも取付けが起きていたであろう、その結果証券市場全体が瓦解してはならないという立場であった。¹⁾

この議論の中で、証券会社への取付けが山一以外にも殺到することで証券業界全体が危機的な状態になることは論じられている。しかし、それが銀行部門にも波及して預金引出しの取付けが発生して貨幣への信認が揺らぐ危険、すなわち経済学の意味での信用秩序の動揺についてはほとんど言及されていない。たとえば『日本銀行百年史』は「昭和30年代に急速に増加した有価証券の運用預かりや投資信託は、広く国民大衆を相手とした取引で、その点では事実上銀行預金と類似した面があった。したがって山一証券や大井証券の経営破綻が明らかになれば、それは単に一部の投資家に対する影響にとどまらず、広く信用秩序の混乱を招く危険を内包していたし、そこに本行が極めて異例な措置を講じなければならなかった背景があった」と述べている。²⁾これが単に運用預りと預金が代替的であるという意味であれば、一方に取付けが起きたら他方にも伝染するというのは自明でない。つまり銀行預金にも取付けが起きるという理由は見出しにくい。むしろ、山一以外の運用預りにも取付けが広がるくらいの規模になれば、運用預り全体から銀行預金に大量の資金シフトがあることすら予想されるほどである。それよりは「広く国民大衆を相手にした取引」においてデフォルトが起きればそれは即信用秩序の動揺である、というように信用秩

序を定義していると解釈したほうが整合的であろう。

特融決定の記者会見などにおいても、銀行預金取付けには言及されなかった。これは、記者会見や国会答弁でわざわざ銀行取付けの可能性に論及して、いわば寝た子を起すようなことをしないほうがよいという判断に基づくものであったと考えられなくもない。しかし、特融実施後かなり日時が経過してからの国会での議論で、野党側の「一企業たる山一に日銀特融を行なうのは国民の納得を得られない」という追及(同趣旨の論調は新聞や雑誌などにも少なからず見受けられた)に対して、銀行取付けへの発展の可能性があったという反論をせず、ただ山一証券と大井証券だけでなく、証券業界全体が対象であったと説明するにとどまったのは、銀行部門の取付けにまで波及する危険性があるという見解が政策担当者間で共有されてはいなかったことを示唆している。

また、仮に銀行への取付けや貨幣への信認の動揺だけが心配なのであれば、山一が倒産するのを救うのではなく、もっと後になって、実際に銀行に取付けの波が押し寄せる兆候が(もしも)出てきたらそのときになって日銀が出動すればよいはずである。したがって、狭義の信用秩序の維持のみをもって山一への日銀特融を正当化するのは難しい(ただ、「信用秩序」という言葉が経済学における意味よりも広い意味で使われるのは、戦後日本の金融制度論の通例ではある)。

次に、証券業界全体への取付けの波及であるが、確かに山一以外の証券会社の運用預りに取付けが波及する可能性はあった。もし事態がそのように進行していれば、ディーラーをも兼ねる証券会社が決定的な資金不足に陥って、相場はさらに下がりつづけたかもしれない。相場が下がること自体は、国民経済的に見て常にマイナスとはいえない。当時それがマイナスと考えられたのは、株式市場から投資家が決定的に離反してしまって、産業資金供給にも影響が出たり、株式を担保とした貸付けが収縮してクレジット・クランチが生ずることなどが懸念されたからと思われる。また、投資先としての株式市場の魅力が薄れてしまうことも大いに懸念された可能性がある。というのは、草野が示唆するように、³⁾ 自民党にとっては株式市場は重要な政治資金源であり、田中大蔵大臣が、日銀特融という非常手段を動員することに自民党が全くといっていいほど反対しなかったのも、株式市場の魅力を維持することが党にとっても重要であったからと考えられる。⁴⁾ 草野のいうように「自民党国会議員の利益は、池

田・田中の二人に代表されていた」とも考えられるからである。

しかし逆に、運用預りへの取付けさえ起きなければ、いかに証券業界全体が不振であっても山一を救済する必要はなかったと考えることもできる。取付けがなければ銀行部門にも波及しないから、信用秩序は維持されるし、株価がそれだけで暴落はしないであろうし、淘汰される証券会社があればそれは競争の結果だからであって、他の業界と同様、それ自体では日銀特融の必要性を構成しないからである。

と考えると、山一救済の目的として整合的に推察できるのは、他の証券会社への取付けの波及を防止し、投資先としての株式市場の魅力を維持し、株式担保貸付の縮小などを通じたクレジット・クランチを防止することであろう。

(4) 日銀特融の影響

山一証券の再建と特融返済 5月28日に実質的に決定した山一への日銀特融は、6月7日から7月28日までの間に前後8回に分けて合計282億円実施された。日本銀行の資金は全額メイン3行を通じて供与され、形式的には3行にも山一経営の破綻の責任があることが確認される形となった(3行はデフォルト・リスクを負うものではない点は政府・日銀ともに確認している)。また、担保の大半は山一の振出手形であったから、実質的には無担保同然であり、これが通常の資金供与でなく例外的な日銀法第25条による融資にせざるをえなかった理由の一つであった。利子は日銀基準利子歩合であり、メイン3行のマージンはなかった。融資額は当初240億(各行80億円)と見込まれていたが、6月に入っても運用預りの解約請求は、5月よりは減ったものの鎮静化しきっていなかったもので、7月上旬に融資枠を390億円に増やして備えたが7月に入ってようやく解約請求が鎮静化したので、実際には累計282億円で止まった。5月21日に取付けが始まってから7月いっぱいまでの2カ月余りの期間の山一の運用預り解約請求は合計358億円に達していたから、日銀特融は、この時期の山一の運用預り解約請求のうち8割弱をファイナンスしたことになる。⁵⁾

40年後半になって山一証券の状態が落ち着き、本格的な再建の作業が開始された。同年末からメイン3行が中心になって再建案が作成された。後述のように、同年10月から証券業は免許制に移行していたから、再建中の山一をどうす

表 2-8 日銀特融の回収状況 (単位：億円)

昭和年中	山一証券分		大井証券分	
	回収額	年末残高	回収額	年末残高
41	14.4	267.6	1.7	51.3
42	27.9	239.7	2.2	49.1
43	112.2	127.4	25.7	23.4
44	127.4	0	23.4	0
計	282		53	

(注) 徴収利息累計は、山一証券分62.1億円、大井証券分11.5億円。

(出所) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、162ページ。

るかが重大な問題であったが、メイン3行はこの点を含めて当局と協議を重ね、新会社に免許が与えられる含みで再建策がまとまり、41年6月に発表された。

特融の返済は実施後約1年間たってから開始され、42年秋から43年春までの株式市況低迷の時期を除いて順調に返済されて、十数年といわれた当初の見込みより大幅に早い44年7月に完済された。表2-8は回収状況である。わずか4年で完済できたのは、40年代に入ってから高度成長で証券市場が活況であったことが主な原因である。43年に日本証券保有組合の利益(凍結株のキャピタル・ゲイン)分配が行われ、各証券会社は利益の半分を資本市場振興財団へ拠出したが、山一・大井両証券はこの比率を4分の1に減免され、残り4分の3は全額特融の返済に充てられた。山一の場合この部分は67億円にのぼるので、特融の利息分62.1億円をすべて賄えたことになる。4年間の特融の支払利息よりも凍結株のキャピタル・ゲインのほうがやや多かったわけである。

民間金融機関のペイオフ 39年9月の山一証券の社長交替後、すでに富士、三菱、興銀のメイン3行は、再建策を練っていた。40年初めには山一が再建要綱を、続いて3行が金利棚上げ案を大蔵省・日銀に提出した。草野が指摘するように、⁶⁾この金利棚上げ案の段階で、すでに3行は日銀による特別融資を希望していた。これは、山一の状態が非常に悪いということがメインバンク3行には遅くもこの頃までには分かっていたことを示している。特に融資団にとっても「予想外のシナリオ」であった取付けが5月に発生してからは、山一再建に消極的になり、5月28日の氷川寮の会合においても、兜町を閉鎖してもよいではないかとの発言すらあったという。⁷⁾

そうした判断を行ったうえで日銀の融資を望んだということは、民間金融機関の融資団が、日銀に協調融資への参加を望んだことの現れであるといえる。なぜなら、メイン3行始め民間金融機関は、自行の融資分を引き上げるのではなく、金利分を棚上げして、そこに日銀資金を追加するのであるから、実質的には共同でリスクを負担してほしい(そうして、いったん日銀がリスクを負えば、日銀が自分の分だけ債権を保全して逃げ出すことはすまいという計算は勿論あったろう)という依頼なのである。

日銀が融資団に実質的に加わることにより、先行した民間金融機関は自己の債権のデフォルト・リスクが小さくなると思ったであろう。実際、日銀が融資に乗り出すということは、そのプロジェクトへの政策金融開始の信号であるから、そうした考えは根拠をもっている。

これは、現代のアメリカやユーロ市場で見られるローン・サブパーティシペーションと共通するものをもっている。すなわち、ローン・サブパーティシペーションの場合には、先行する銀行が、自己の所有する私募債や貸出債権の一部を、手数料を上乗せして分売する。このとき、売手が分売後も引き続き自己資産として当該資産を保有することが約束されているので、買手にとっては、債務保証よりは弱いアンダーライティングよりは強いギャランティになっている。買手にとってはこうした分売サービスがなければ自前で審査しなければならないのであるから、手数料を払う動機がある。言い換えると協調融資の僚友に誰が加わっているかによって、その貸出債権の価値が変わるのである。

日銀が対山一融資団に加わるのは、ローン・サブパーティシペーションの場合と異なって、他の銀行の後からである。ところが、メイン3行はいったん再建策を決めたのであるが、その知らせがひきおこした取付けによって、当初の再建策では不足という事態に陥ったのである。むしろこれが日銀特融が必要とされた理由なのであるから、及び腰になっていた市中銀行団を再び山一救済へと向かわせたという意味で、日銀特融は誘導効果をもっていたといえる。また、日銀が加わることによって、既往の貸出債権の価値も上がる(リスクが下がる)。しかも日銀特融の場合、日銀は特に手数料を徴収しない。逆にいうと、少なくとも手数料に相当する分だけ日銀から民間融資団に所得移転があったといってもよい。実はこのことは高度成長期に開銀や輸銀と民間金融機関がしばしば行

った民間との協調融資における誘導機能についてもあてはまる⁸⁾(ただし、40年初春の段階でのメイン3行の再建策には日銀法第25条の発動は想定されておらず、単に特別枠での融資が考えられていた)。

さて、先に、メイン3行と他の13行の間で責任の取り方について対立があったと述べた。日銀の参加によりこの対立はどう影響を受けたであろうか。日銀の参加によって、16行の債権の価値は例外なく上昇したわけであるから、この対立は日銀特融によって緩和されたであろう。後述のように日銀は28日の特融決定後も、メイン3行に何かの方法で責任を取らせようと交渉した形跡があるが、結局は形式上のものにとどまった。

証券会社のペイオフ 山一・大井両証券は日銀特融によって倒産の危機を回避したのであるから、少なくとも短期的には、両社は明らかに利益を受けたとあってよい。また他の証券会社、特に兼業承認を受けて運用預りによって資金を調達していた(相対的には大手の)証券会社19社は、連鎖的な取付けによる資金流出を避けられたという意味で、やはりある程度の利益があったと考えられる。それ以外の証券会社にも間接的ながら利益が及んだ。ディーラーを兼業する以上、取付けに端を発する相場下落は歓迎されざることだからである。

投資家のペイオフ 株式の投資家は、日銀特融による恐慌回避から明らかに利益を得たとあってよい。日銀特融なかりせば、山一・大井の経営危機はもちろんのこと、株式相場がさらに低下したと思われるからである。株式投資が大衆化したとはいっても、国民の中で株式に投資する人々は限定されており、その意味では日銀特融の利得は均一には及ばなかったともいえる。

政治家もこうした投資家の一部を構成しており、前述したように、田中が日銀特融決定に際して指導的な役割を果たした動機の少なくとも一部はここにあったと考えられる。あとで相場が回復したので、誰も貨幣タームでは明白な損害を被らず、政治的に問題化することはなかったが、実は日銀特融という超法規的措置によって投資家は大いに利益を得たのである。

証券当局の反省 危機回避策としての日銀特融の妥当性は、既に述べたように議論の余地がある。この経緯に関する証券当局としての反省ないし教訓はその後の証券政策の展開から読み取れるともいえる。まず、免許制の導入が急がれたこと(次項参照)、および、証券会社の財務状態に関する監視・指導が強化

されたこと(次節参照)は、証券会社に対する日銀特融を必要とするような事態は再発してはならないと当局が考えたことの反映である。つまり証券会社の取付けはいずれ再発するものだとみなしてそれに備えて日銀融資(など)の体制を整備するという政策よりも、むしろ取付けが起きること(あるいは取付けに至らないまでも財務状態が悪化すること)を事前に防止するという政策を選んだからである。

(注)

- 1) 衆議院予算委員会(昭和40年5月31日)横路節雄委員(社会党)の質問と田中角栄大蔵大臣の答弁、および衆議院大蔵委員会(同7月21日)平岡忠次郎(社会党)委員の質問と宇佐美日銀総裁の発言など。
- 2) 『日本銀行百年史』第6巻(昭和61年)、157ページ。
- 3) 草野厚『昭和40年5月28日』(昭和61年、日本経済新聞社)、188ページ。
- 4) 田中が翌年自民党幹事長に就任したことからも、田中が党の国会議員団の利益を代表する立場に位置しえたことは推察できよう。
- 5) 『日本銀行百年史』第6巻、156ページ。
- 6) 前掲、草野厚『昭和40年5月28日』、117ページ。
- 7) 高橋俊英口述「昭和38～40年の銀行行政について」(大蔵省資料Z108-9-2)。
- 8) 筆者は開銀の誘導機能を別の筋道から論じたことがあるが、ローン・サブパーティシペーションと比較する方がさらに適切であると現在では考える。日向野幹也「協調融資と審査能力」(『経済学論集』第50巻、日向野幹也『金融機関の審査能力』、昭和61年、東京大学出版会、第3章として再録)。

6 「証券取引法」改正—免許制の導入

奇しくも日銀特融決定と同じ日すなわち昭和40年5月28日に、「証券取引法」の改正が公布された(昭和40年5月28日法律第90号)。この改正の中心は証券業者の免許制であり、証券業者への予防的な監督を強化し、業界再編・体質改善を図るものであった。山一証券への日銀特融と時期が符合したが、山一問題のせいで免許制が提起されたわけではない。38年7月のいわゆる坂野通達(後述)など、当時当局は監督行政を強化しつつあったが、これと並行して証券取引審議会は38年6月から集中的に免許制について審議し、39年2月に、免許制しかるべしとの報告を出した。国会の場においても、39年5月までには政府は免許制に前向きの姿勢を打ち出していた。¹⁾

そこに至るまでの証券当局内の意見分布としては、免許制に踏み切ることに消極的な意見が少なくなかった。加治木によれば、「正直なところ、大蔵省の責任がこれ以上加重されるようなことは御免こうむりたいという空気が強かった」²⁾しかし、業者の不祥事があれば、登録制であっても苦情が大蔵省に舞い込むのでどのみち責任が発生する。そこで「制度のいかんにかかわらず大蔵省の監督責任は事実上免れ難いということであれば、むしろこの際責任の取れるような方向での体制整備を考えるべきではなかろうか」(加治木)というふうに省内の考えも変わっていったようである。田中大蔵大臣の考え方はさらに明快で、加治木の要約によれば、銀行と証券は車の両輪であるから、証券会社は銀行と同じく免許制にすべきであり、理財局証券部も証券局に昇格すべきであるというものであった。証券局が新設された39年6月頃には、非会員業者の破綻も頻発するようになった。

山一問題との関係はどうか。上に述べたように、免許制の検討は山一などの経営悪化が深刻化する前からなされていたが、山一の危機は法案の起草・上程を急がせる方向に作用した。日銀特融が決まらないうちは、山一問題がどうなるか不確定であり、危機的な状況になる前に免許制への移行を明示して投資家を安心させ、取付けなどに走らないようにしておく必要があったからと思われる。

証券会社を整理し業界を再編成して予防的な監督を行うことが趣旨であったから、再編整理法のような立法を行うという選択もありえた。しかし、運用預りや投信に解約が殺到している時期にそうした立法を行えば、「整理」されてしまいそうな証券会社に審議中にも取付けが殺到するであろう。類似した状況は昭和2年の金融恐慌においても見られたので、当局はこれを教訓にしたようである。³⁾

「証券取引法」の改正は40年10月1日から施行、免許日は43年4月1日とされたので、2年半が経営体制の整備のための猶予期間となった。42年3月には免許の審査基準も発表された。

〔注〕

- 1) 衆議院内閣委員会(昭和39年5月21日)における田中大蔵大臣、吉岡理財局長の答弁。
- 2) 加治木俊道「免許制への移行」(有沢広巳監修『証券百年史』, 昭和53年, 日本経済

新聞社, 318ページ)。

- 3) 「信用不安がささやかれる中での法案提出は敵前転回にも似た大胆なことで、信用恐慌の引き金にもなりかねない両刃の剣であるという教訓(昭和2年恐慌の議会審議)があったが、万全の配慮をつくした上で、残された確率に期待する以外になかった。」「震災手形二法と銀行法が審議中のところ、渡辺銀行休業に関する3月14日の片岡蔵相の答弁がきっかけとなり、数日後に両法案が成立したにもかかわらず、4月17日枢密院における台銀特融損失補償法の否決から若槻内閣の辞職、二日間の銀行休業に続く支払猶予令の発布、と事態が次々に拡大した。」(安川七郎「証取法の改正」, 前掲, 『証券百年史』, 331-32ページ)

7 証券業者行政

この時期では山一証券事件の処理と免許制の導入決定(「証券取引法」改正)がもっとも重要であるが、それに先立っていくつかの規制・指導も行われた。

(1) 最低資本金引上げ

前回昭和34年(前節)の引上げの後、36年からの証券市場の低迷により経営が不安定になる業者も出たので再度の引上げが実施された。引上げの幅は、取引所会員業者は従来の2倍、非会員業者は東京・大阪は3倍、名古屋は2倍、その他は4倍で、前回とは逆に非会員業者に厳しい内容となっている。なお、猶予期間については、会員と名古屋の非会員は39年末日、名古屋以外の非会員は40年末までに増資を完了することとされた。

(2) 証券投資信託委託会社との資本関係希薄化(株式分散など)

野村、日興、山一、大和の4委託会社の株式は昭和39年11月末までに銀行、信託銀行、生保、損保、関係証券会社、委託会社の役員、などに分散を完了し、従来の親会社たる証券会社の保有株式はすべて1割未満となった。また、証券会社と委託会社の役員の兼任についても両方を常勤で兼任することを禁ずるなどの制限を設け、39年11月までに再選任を完了した。

(3) 店舗行政

昭和38年以降は市場不振期を迎えたため、それまで急膨張した店舗網を整理

統合する動きが目立ち、行政もそのように要請した。

(4) 決算の指導

昭和37年度

34年度以降、決算指導は、毎決算期ごとに出される決算指導通達によって行われてきたが、本来この決算処理は毎年度変えるべき性質のものではないので、37年度以降は37年10月3日付で「証券会社の決算指導について」(蔵理第7917号)を「恒久通達」として定め、37年以降はこれによることとした。この通達の内容は36年度通達とほぼ同内容。

昭和38～40年度

上記「恒久通達」に基づいて行われたが、証券不況により各社とも苦しい決算処理となった。本省監理会社のうち38年度は配当据置き6社、減配8社、無配転落9社、無配継続4社、39、40年度は有配1社という状況であり、39～40年度は決算指導というよりも正味資産の補強に指導の重点がおかれた。

(5) 経営の指導

「証券会社の財務管理等について」(昭和38年7月5日蔵理第5304号)(いわゆる坂野通達)

従来は店舗・運用預りなどの個別承認の際に財務管理の具体的基準があるのみであった。この通達により初めて数量的な財務比率などについて具体的な指導がめざされた。この通達が出された当日には株価が急落するなど証券界に少なからずショックを与えた。そこで日証連会長から「通達に示されている諸基準は理論的には筋が通っており、経営者として、その方向にいくよう努力すべきだと思うが、急速にこの基準に合致するように体質改善を進めることには無理があるのでしばらく時間的な余裕を与えて欲しい」と要望が出された。大蔵省はこれに対して「ケースバイケースで弾力的に指導する方針であり、期限を切って強制する意図はない。証券業者の体質改善は早期に達成されることが望ましいが、必ずしも急速にできる問題ではないことは承知している」と回答した。いささか腰くだけの感もあるが、結局この通達によって、証券当局としては証券業者の財務状態を改善するためになんらかの厳しい規制を導入する必要

があると考えている、という意思表示はなされたといえよう。本格的な規制は、免許制への移行のような大きな転換の機会に譲ることになる。

〈財務比率などの概要〉

負債比率(純財産額に対する負債総額の割合)：大規模業者9倍、その他6倍以内

固定比率：最大限80%以下

運用預りに係る有価証券：純財産額の倍額以内

商品有価証券の保有量：原則的に純財産額の範囲内

経常収支率：少なくとも100%以上となるよう努力

内部留保：過大な社外流出をつつしむなど内部留保の増大に努める

従業員1人当りの手数料収入：これが異常に低い業者は過剰人員をかかえているなどの非能率が推測されるので、向上を図ること。

「支払能力増強のための指導上の留意事項について」(39年1月)(事務連絡)

正味資産を応急に回復させる手段として安易に増資を行うのではなく、役員私財を提供するか、やむなく増資を行う場合は、正味資産が資本金を下回っている額を減資したうえで増資するよう指導する。

「財務局において個別指導を行なう証券業者に関する財産及び収支の状況報告について」(昭和39年5月21日蔵理第3442号)

正味資産が資本金の3分の1を欠缺する業者については、その理由と今後の対策を述べさせる。

(6) 営業姿勢に関する規制

「証券業者の業務運営の適性化について」(昭和37年6月21日蔵理第5082号)

有価証券売買にともなって過度な物品・サービスを提供したり一部の顧客に投信受託証券を割引販売することを自粛するよう求めた。

「差金決済取引」の自粛について」(昭和38年2月6日蔵理第1008号)

検査の結果、違反事例が増加しているため自粛を求めた。

(7) 証券事故対策

「証券業者の役職員にかかる事故の防止ならびに事故報告について」(昭和37年10月24日蔵理第8588号)

株価急落の過程で役職員の思惑売買、横領、無断売買などが次々と発覚したので発生した事故についての報告を求め、原因を追及し、監督体制の強化を図ることとした。

8 ディスクロージャーと監査

ディスクロージャー(企業内容開示制度)は証券取引法の趣旨からして、本来早くから実施されるべきものであったが、実質的に制度が開始されたのが昭和30年代になってからである。ここでは30年代から40年前後の動きをまとめて簡単に見ておく。

32年、証券取引法改正で公認会計士の法定監査が開始された。これにより実質的に開示制度がスタートしたとあってよい。このときはむしろ証券当局に対する企業内容開示というべきであり、一般に対して有価証券報告書などが公開されるのは36年になってからである。また、この法定監査と商法との調整は37年商法改正によって行われた。

39年のサンウエーブ、40年の山陽特殊鋼の倒産はいずれも粉飾決算事件であった。粉飾額は空前であり、関連倒産も起きたので、監査制度をさらに強化する契機となった。41年商法改正によって監査法人制度が導入され、公認会計士協会への強制加入が実施された。

第3章 昭和41～49年—免許制移行から 石油危機まで

第1節 概 況

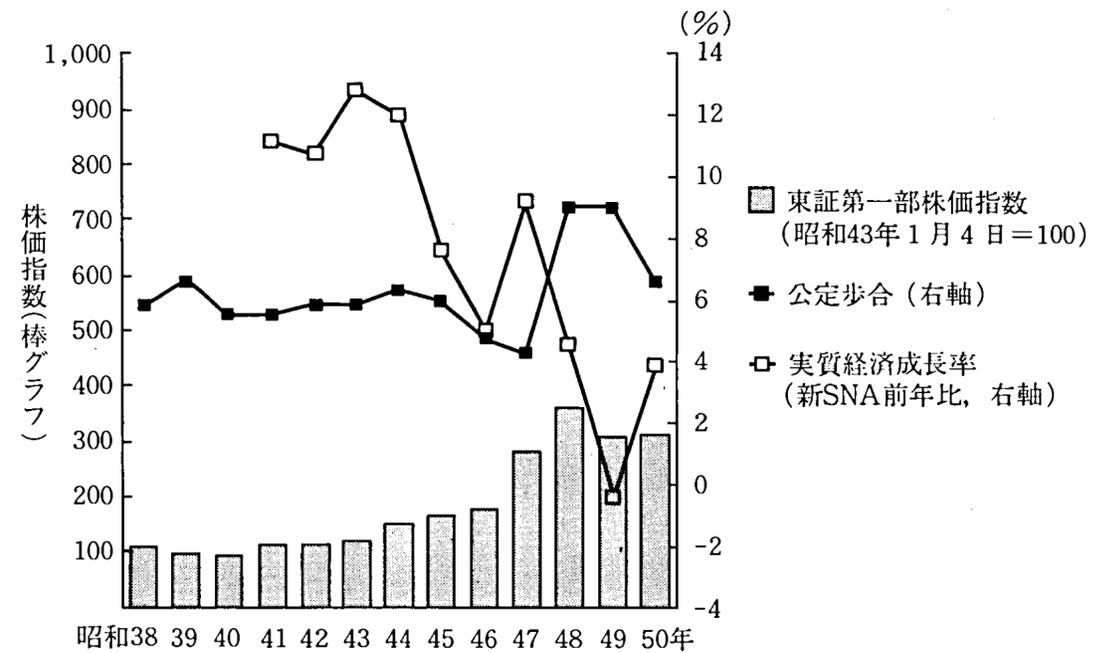
前章と同様に、まず証券市場や業者(証券会社)の状態、および企業財務の動向などを数字とグラフを使って概観しておこう。昭和30年代のように、さらに細かく時期区分することはせず、40年から49年までをまとめて扱う。

1 証券市場の環境

実物経済は昭和41年から45年まで、イザナギ景気とよばれる長い上昇期にあった(図3-1)。42年に世界景気停滞で一時的に輸出不振になり、日本の国際収支の赤字が懸念されたので金融が引き締められたが、これは景気後退をもたらすには至らなかったし、株価もあまり影響されなかった。イザナギ景気後半の43年になると株価が上昇を始め、46年まで上昇期が続いた。この間44年に輸入インフレ防止のためと称して引締めがあり、このため45年から実物経済は下降を始め、この結果46年は不況のもとでの株高となった。

1971(昭和46)年8月インフレと国際収支赤字対策としてアメリカは新経済政策を発表し、欧州各国と(少し遅れて)日本はこれに対応して変動相場制に移行した(ニクソン・ショック)。円高が進行し、46年12月に決まった308円の固定レートで47年中は推移するが、輸出産業を中心に不況が始まった。この間、一時的に株価も低落し11月までは相場は低迷した。円高不況対策と「列島改造計画」のための大幅な金融緩和が47年に行われたが、過剰流動性と石油危機という悪条件が重なり、景気は回復しなかったし、インフレは進んだ。株価はこの

図 3-1 昭和40年代の株価、公定歩合、経済成長率



(出所) 日本銀行『経済統計年報』などより作成。

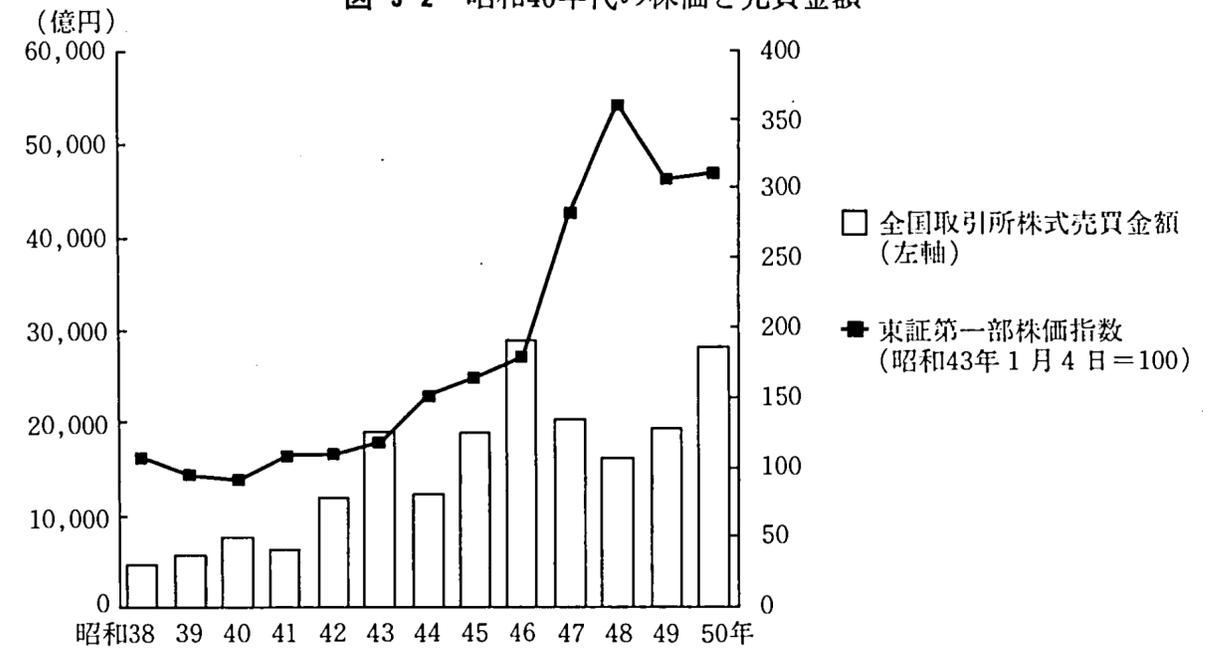
間グラフが示すように猛烈な上昇を見せて、インフレ鎮静化を目指して48年に金融政策が強力な引締めへ転ずるまで上がりつづけた。その後2年間は引締めが続き、戦後最大の不況となって株価も不振であった。

2 株式市場

(1) 株 価

株価の趨勢は、図 3-1 で見たように金融政策の動向に最も大きく左右された。この10年間で最も大きな転換点は48年の引締めであり、記録的な上昇を続けていた株価が、一転して下落しはじめた(図 3-2)。この転換点に至るまでの上昇は、スミソニアン合意(1971年12月)からずっと続いた記録的な上げである。この大きな上げに入る前、すなわちニクソン・ショック(1971年8月)からスミソニアン合意までは急落であったが、期間が短かったため、グラフ上には下落としては現れていない。この頃を境目として前の43～45年の株価上昇期は成長株相場、46～48年の上昇期は法人相場とよばれた。まず成長株相場の過程では、「優良成長株」の値上りを説明するために PER(株価収益率)の考え方がもてはやされるようになった。後者の法人相場の過程では、資本自由化対策としての

図 3-2 昭和40年代の株価と売買金額



(出所) 東京証券取引所『統計月報』および『証券年鑑』より作成。

安定株主工作が株価上昇の一因として理解されていた。

(2) 有価証券の中での株式

では40年代を通じて、株式は国民経済の中でどのくらいの比重をもっていたであろうか。図 3-3 は各種有価証券の残高の推移である。株式の残高が他の有価証券のように伸びていないことが直ちに読み取れる。絶対額でなくパーセンテージに直したグラフ(図 3-4)を見るとそのことは一層はっきりする。

事業債、金融債、投資信託受益証券などのシェアが横ばい、公共債が漸増なのに対して、株式のシェアは歴然と低下しており、49年には、株式と(事業債+中長期国債)の残高が逆転して、公社債のほうが多くなるに至った。30年代とは異なって、40年代は株式にとっては(相場の方は上昇期が長かったものの)、国民経済全体の金融資産残高の中で比重をむしろ下げた時期なのである。

念のために、有価証券全体が金融資産の中に占める比重を見ておこう(図 3-5)。有価証券全体のシェアはむしろ微減しており、したがってその有価証券の中ですら比重を下げている株式が、日本経済全体に分布する金融資産の中に占める比重はなおさら下がっていることになる。後述のように、企業の資金調達に占める株式発行の割合も、40年代は30年代に比べて下降した。

図 3-3 有価証券残高内訳(昭和40～49年)

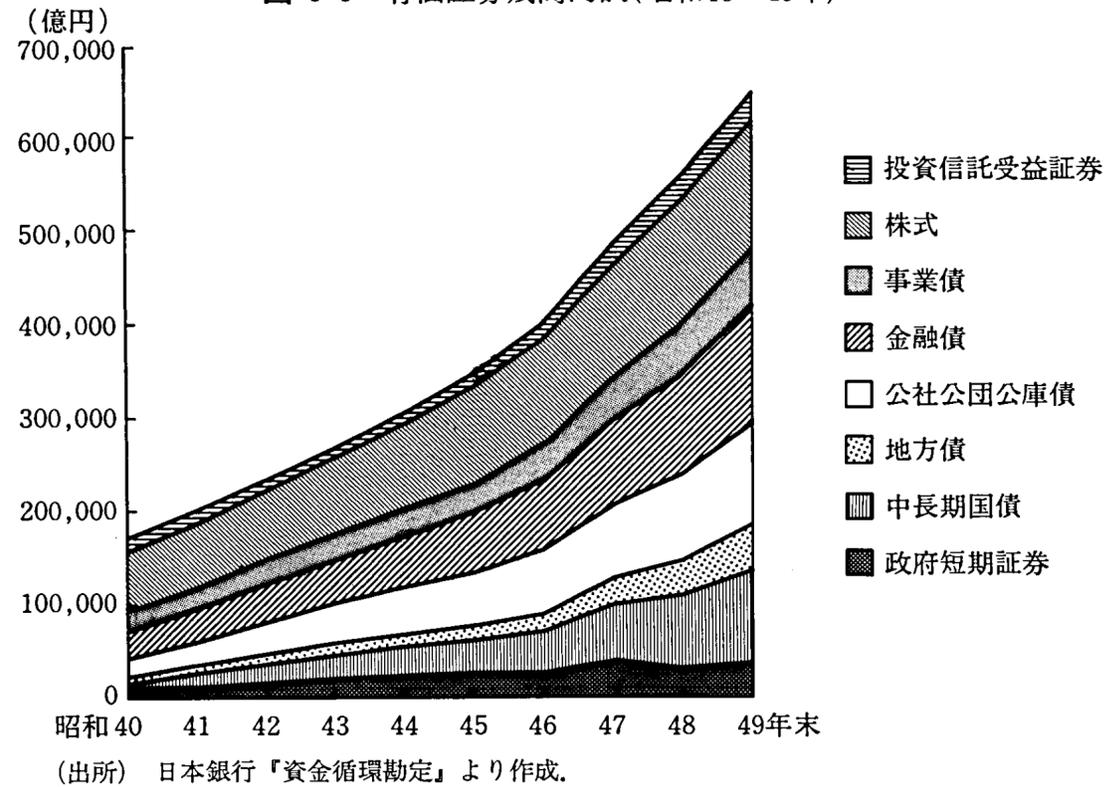


図 3-4 有価証券残高内訳(昭和40～49年)

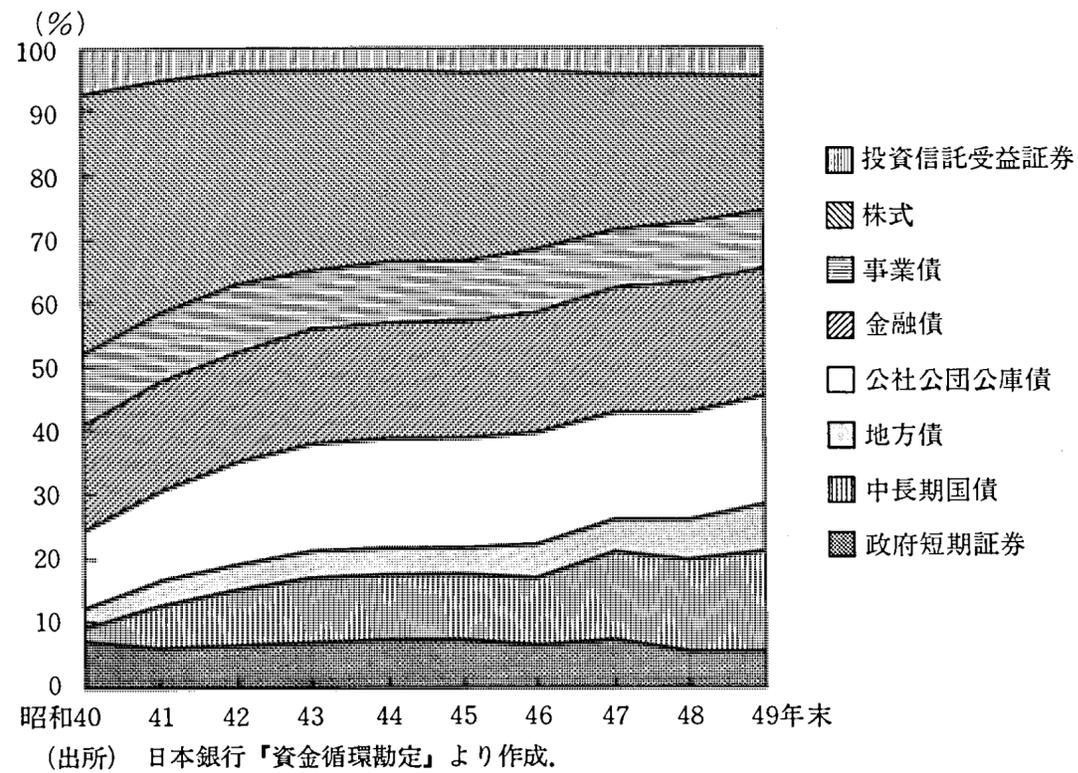
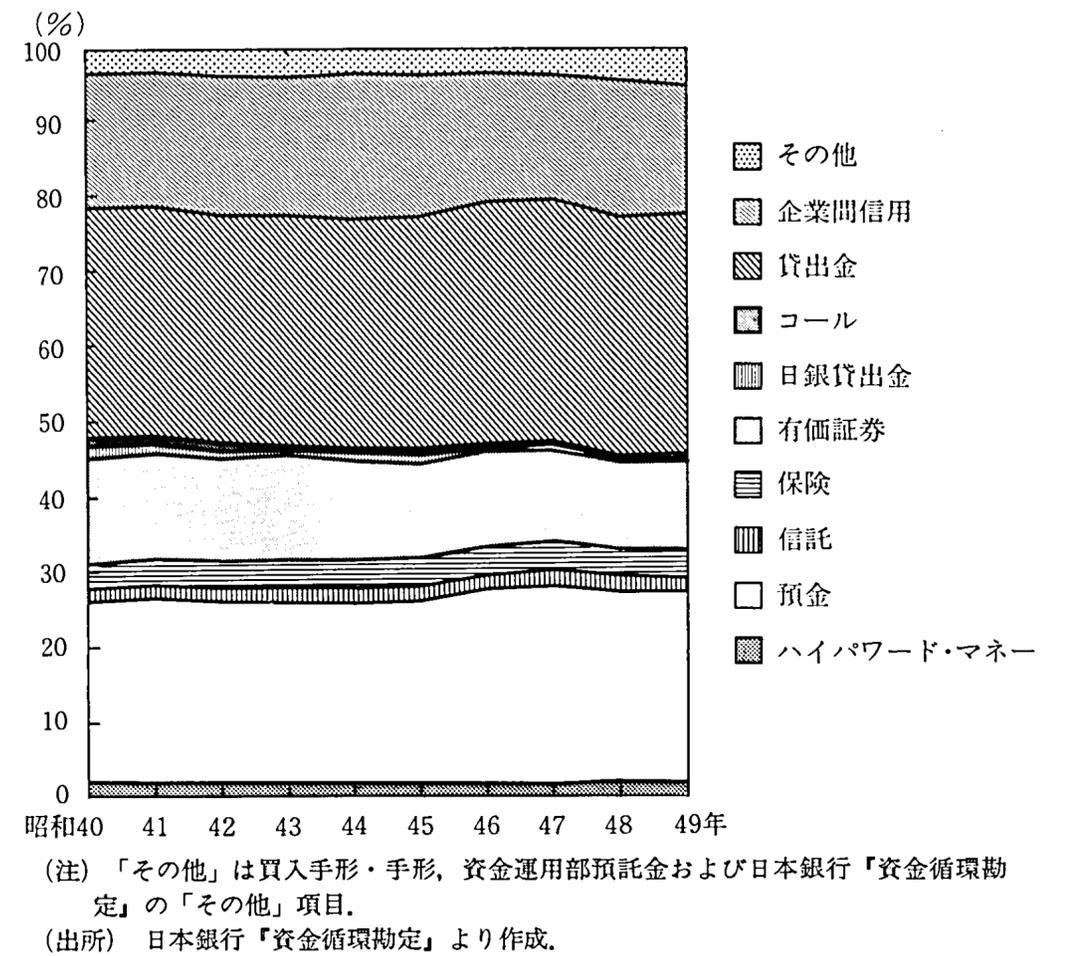


図 3-5 有価証券と金融資産一般(昭和40～49年)



(3) 株式投資の機関化現象

図 3-6 から読み取れるように、30年代に引き続いて47年まで個人の持株比率は低下した。また証券会社、投資信託の比率も30年代に比べると激減した。反対に金融機関と事業法人等の比率は著しく上昇した。より細かく見ると、40～43年の金融機関の伸び、44～47年の事業法人等の伸びが特に目立つ。前者は証券不況から立ち直る過程にある安値の株式(証券保有組合などの放出分を含む)を金融機関が大量に買い入れた(はめこまれた)こと、後者は資本自由化対策として株式の持合いが盛んになったことと、それぞれ時期を同じくしている。昭和47年6月の段階で全52業種の中で安定株主率が70%に達していたのは石油、自動車、商社、金融、海運、航空、通信の7業種であったが、これらの大半は資本自由化によって大きな影響を受けるといわれていた業種である。

図 3-6 上場会社の株式分布状況(昭和25～50年)

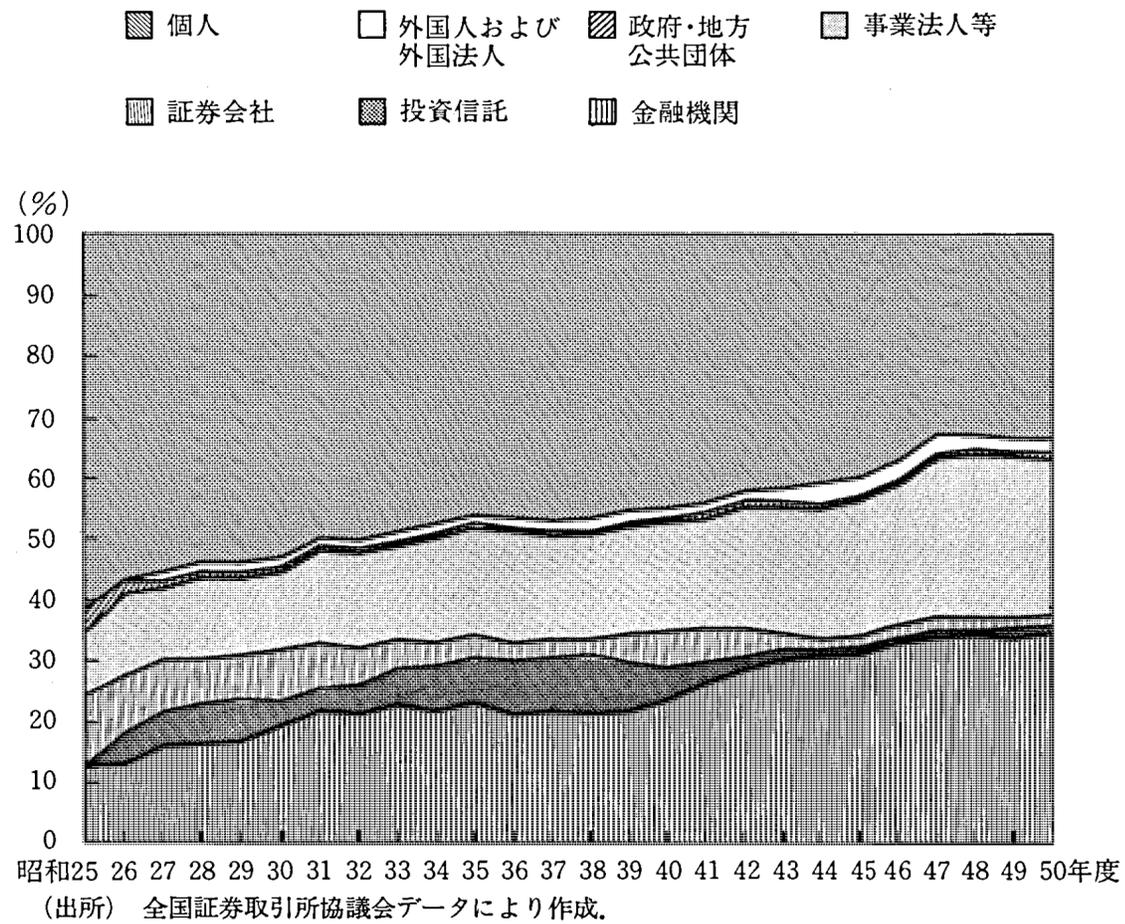
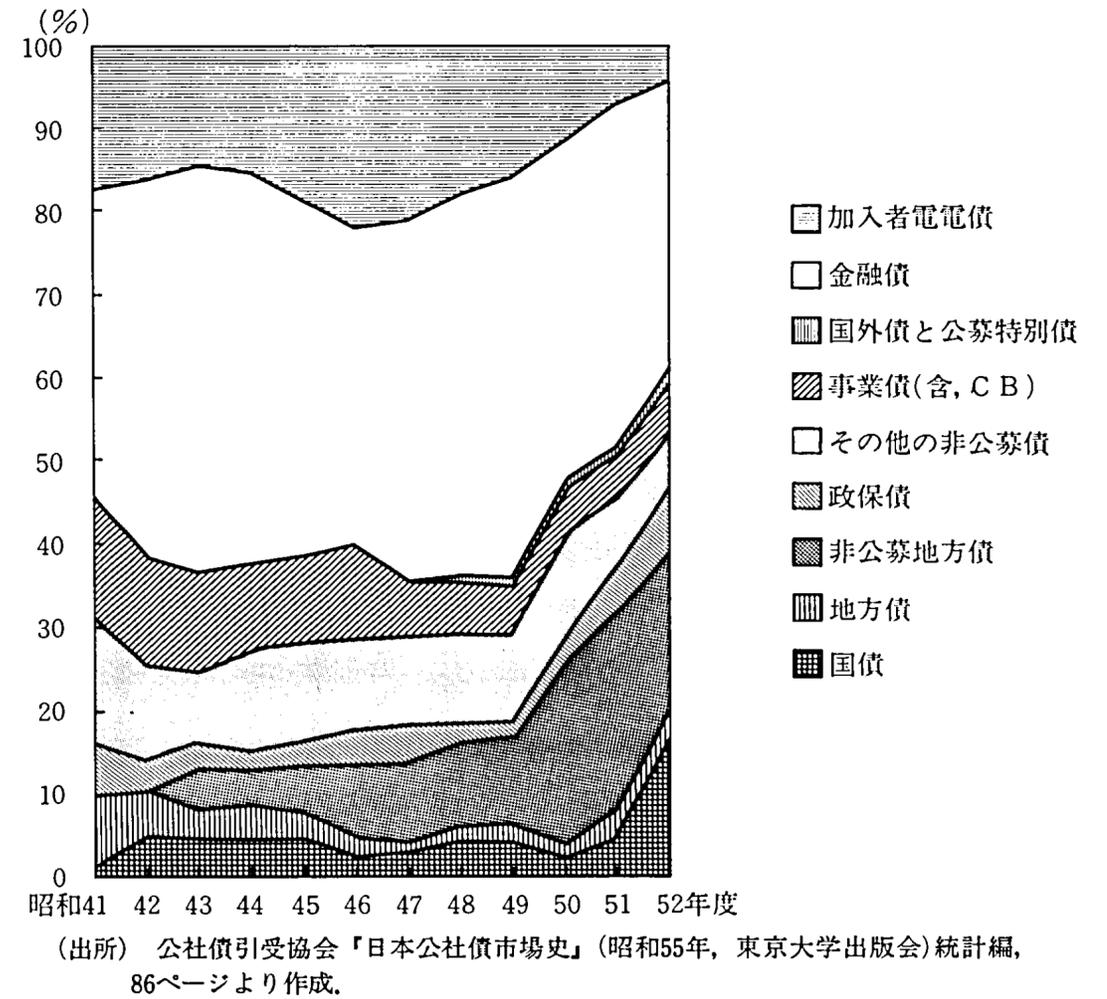


図 3-7 昭和40年代の公社債店頭売買(東京)銘柄別シェア



3 公社債市場

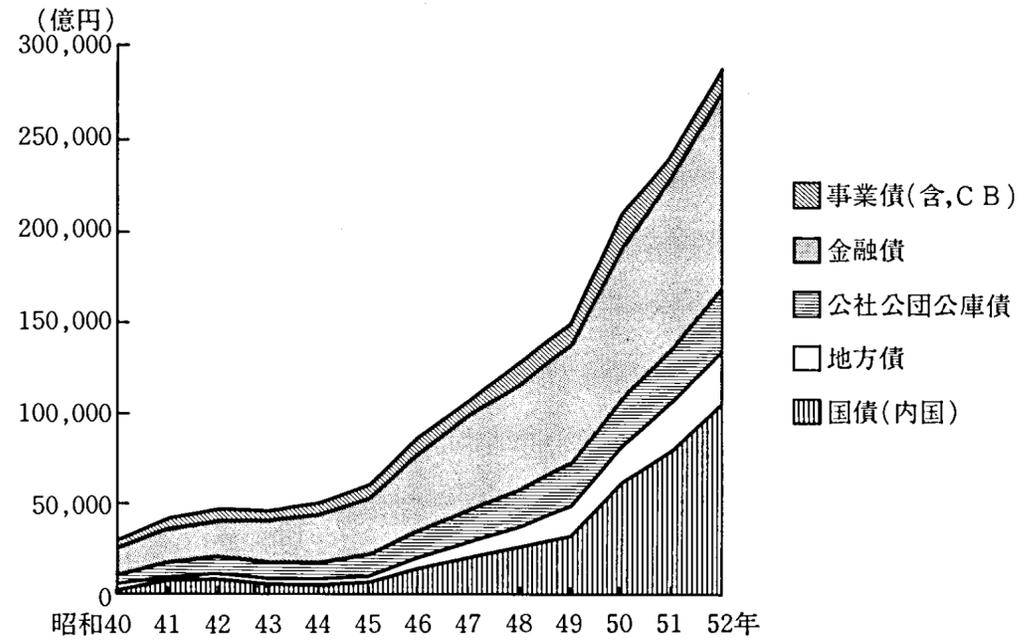
国債の発行に至る経緯については、別の巻で詳細に論じられるはずであるから、ここでは量的な面を主に見ておこう。前掲の図3-4を見ると、中長期国債、地方債、金融債、公社公団公庫債等のうち、未償還残高ベースでは40年代は特に中長期国債と地方債の伸びが大きいことが分かる。店頭での売買高もこれを反映しており、次の図3-7を見ると、地方債は(非公募分を含めると)売買でのシェアを大きく伸ばしている。国債の売買高シェアがさほど伸びていないのは、金融機関保有分の国債の売却制限のためと思われる(なおこのグラフは現先を含めて東京の店頭取引に占める種類別のシェアであり、このほかに取引所分があるが、40年代末の転換社債を例外として取引所分はごく少ない)。加入者電電債がかなり

のシェアをもっているのは、電話の購入者が強制的に購入させられた電電債を、証券会社が直ちに買い取った部分を含んでいるからであろう。40年代を通じて最大のシェアをもっているのは金融債、次いで加入者電電債である。

発行額ベースに移ろう。伸び率でいうとやはり国債がもっともハイペースであって、49年には額でも金融債に次ぐ金額の発行になっている。図3-8は金額、図3-9はシェアを表示している。40年代の中でも特に46年以降に国債が大量に発行されはじめ、国債が伸びた分、金融債が相対的にはシェアを落していることが読み取れる。事業債は、後述のように、時価発行転換社債、無担保債、外債など新種のものも多く、トピックは多いがシェアとしては地方債よりは多いが公社公団公庫債には及ばないという程度にすぎない。

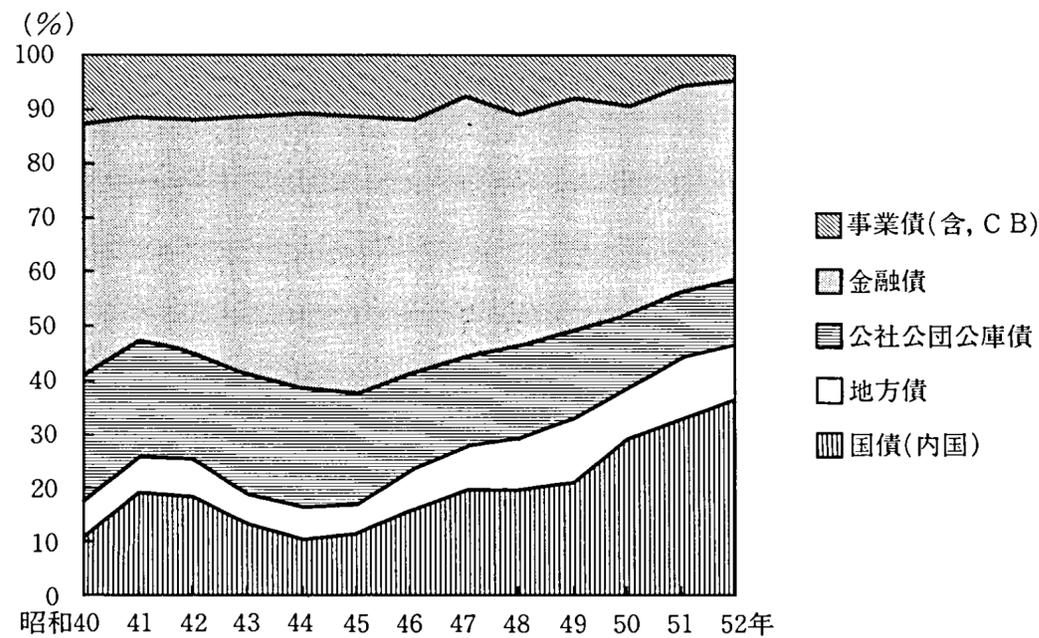
発行された公社債がどの部門に消化されるかを最後に見よう。国債、地方債、

図 3-8 昭和40年代の公社債発行額推移



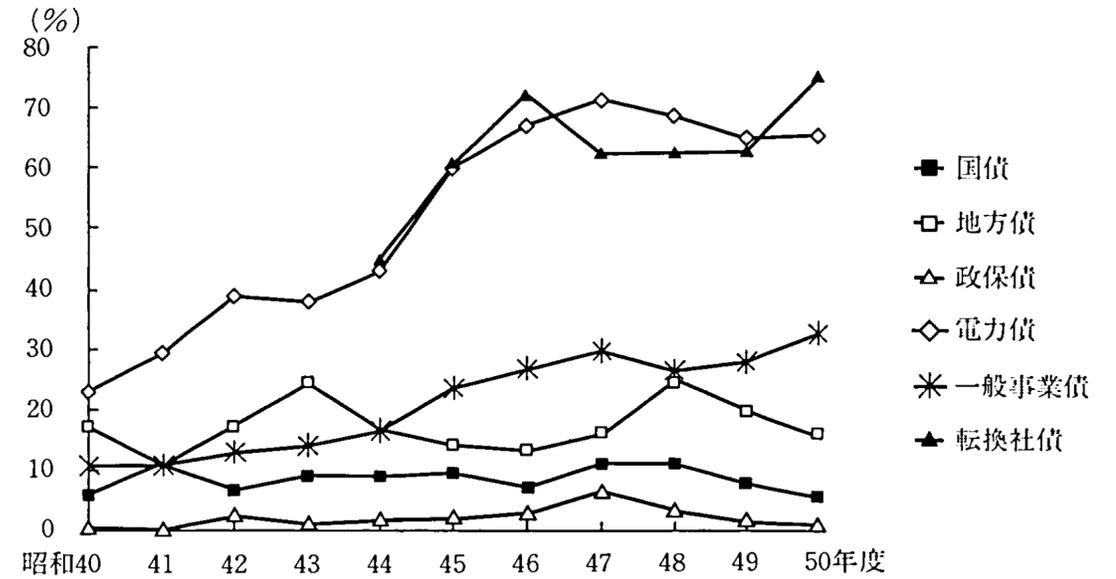
(出所) 公社債引受協会調べ、および日本興業銀行「公債社債統計月報」より作成。

図 3-9 昭和40年代の公社債発行額シェア推移



(出所) 公社債引受協会調べ、および日本興業銀行「公債社債統計月報」より作成。

図 3-10 昭和40年代の公社債個人消化率



(出所) 前掲、公社債引受協会「日本公社債市場史」統計編、68-85ページより作成。

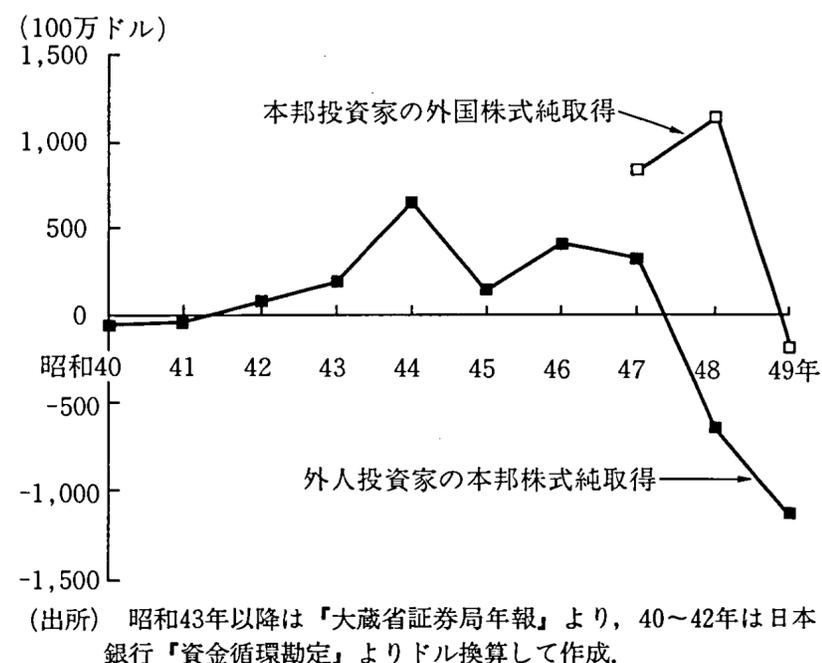
政保債、一般事業債については、周知のように金融機関が最大の消化先である。公社債の種類別に個人消化率がどのような水準で推移したかを1枚のグラフにして見ると、電力債と転換社債については特に個人消化率が上昇したことが分かる(図3-10)。電力債については、後述のように、45年から個人消化専用の別枠を設けて個人消化を促進し、電力会社の営業所などでも営業を行った経緯がある。なお、事業債についての個人消化率には多少の粉飾の可能性が否定できない。消化統計は引受証券会社の報告にもとづくものであるし、そうした統計の存在自体わが国に独特なものである。

4 国際化

(1) 運用の国際化

外人投資家による日本企業の株式への投資は、昭和35年頃から増えはじめた。その後38年の利子平衡税創設により、38年から41年までアメリカからの投資がふるわず低調であった。42年からはヨーロッパからの投資により再び本格化した。特に46年8月のニクソン・ショックの直後の大暴落時に外人投資家は積極的に買い進んだ。47年10月から48年にかけては、通貨対策のため厳しい外人投資規制がしかれた。

図 3-11 株式の対内・対外投資



公社債への外人投資は45年まで非常に少なかったが、46年には純増で4.78億ドルにまで急伸した。このかなりの部分は通貨投機の性格をもったものと思われ、48年には再び減少する。

本邦の投信の対外投資が初めて認可されたのは45年2月、生損保には46年1月に認められた。一般投資家の対外証券投資は、46年7月に自由化され、47年には純増で外人の対内投資を上回る規模(図 3-11 参照)の投資が行われた。

(2) 調達国際化

戦後初めての円建外債は、45年12月のアジア開銀債(60億円、7年)の発行である。図 3-12 に見るように、量的に円建外債発行が本格化するのは50年代に入ってからであるが、しかし第1回アジア開銀債の次に46年6月に発行された第1回世銀債(110億円、10年)は、後述のように、国内債の発行金利の弾力化の先例になったという意味では重要であったといえる。なおこの時期の発行主体は外国中央・地方政府、国際機関などが大半であった。

いわゆる私募外債(全額が日本国内で消化される私募の外債で、円建てと外貨建ての両方を含む)は47年7月の欧州投資銀行債(米ドル建て、2000万ドル、15年)が最初である。発行主体も民間企業を含んで多様であり、件数も円建外債よりず

図 3-12 円建外債

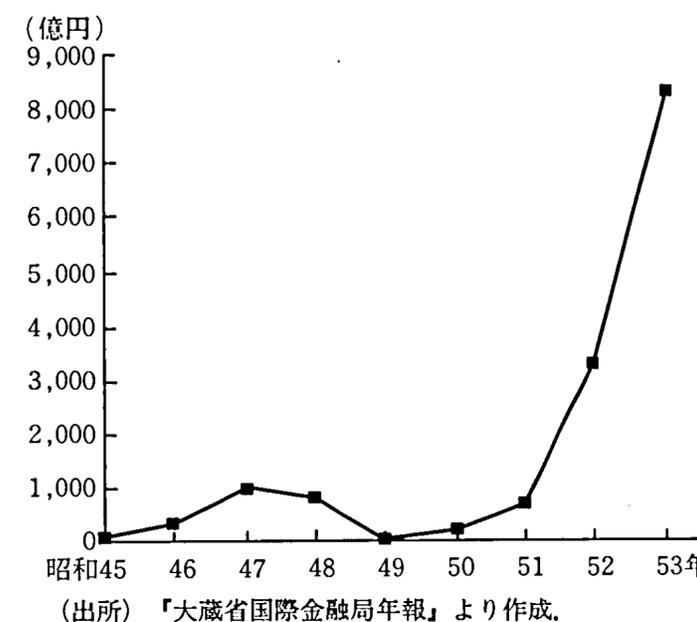
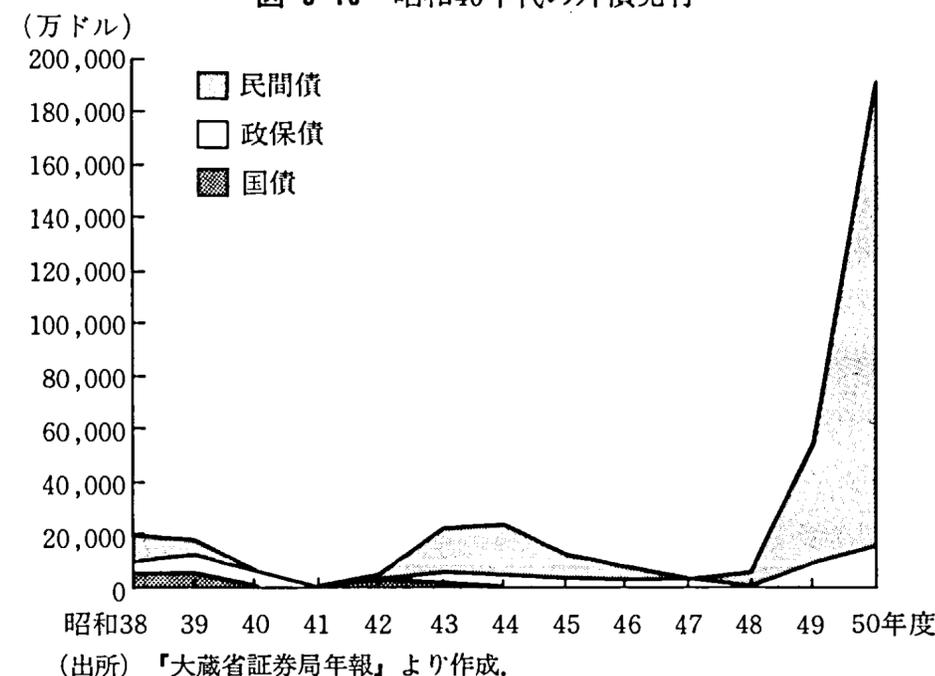


図 3-13 昭和40年代の外債発行



っと多かった(47～48年で外貨建て48件・9億1839万ドル、円建て7件・1兆8316億円)。円建外債、私募外債とも、49年は発行が中断した。

本邦企業・政府などによる外貨建債の海外発行は、これらの債券より歴史が古い。40年代の発行額は30年代よりさほど増えてはおらず、爆発的に伸びるのは49年になってからである。41年に谷があるのは、アメリカが金利平衡税を38

年に創設したあとアメリカでの発行が激減し、代わって42年から欧州を中心に起債が再開されるまでの間の時期に当たっている(図3-13)。

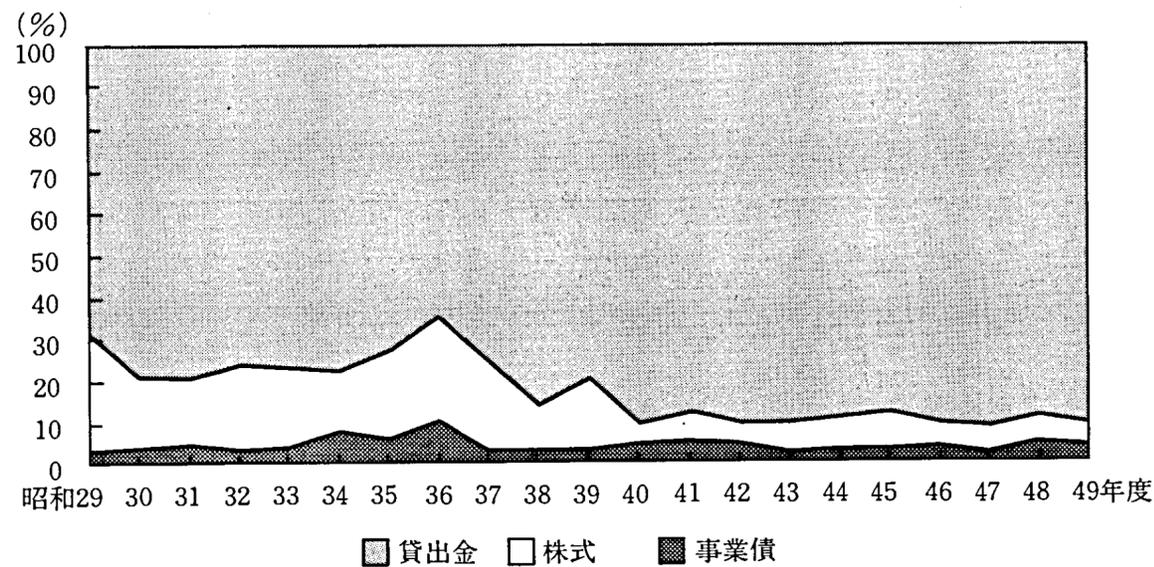
海外での株式の発行はDR(預託証券)の形をとり、36~38年にアメリカで10銘柄(ADR)発行された後しばらく途絶していたが、43年以降今度は欧州で再開された(EDR)。しかし40年代は量的には見るべきものがなく、44年に約4900億ドル発行された以外は、多い年でも600万ドル程度にとどまり、本格化するのは50年代になってからである。

以上いずれの国際化のケースにおいても、38年のアメリカの利子平衡税導入決定と、47~48年のわが国の為替規制・金融引締め(のループホール化防止策)という二つの規制が国際化をスローダウンさせる効果をもったことは否定できない。

5 企業の資金調達

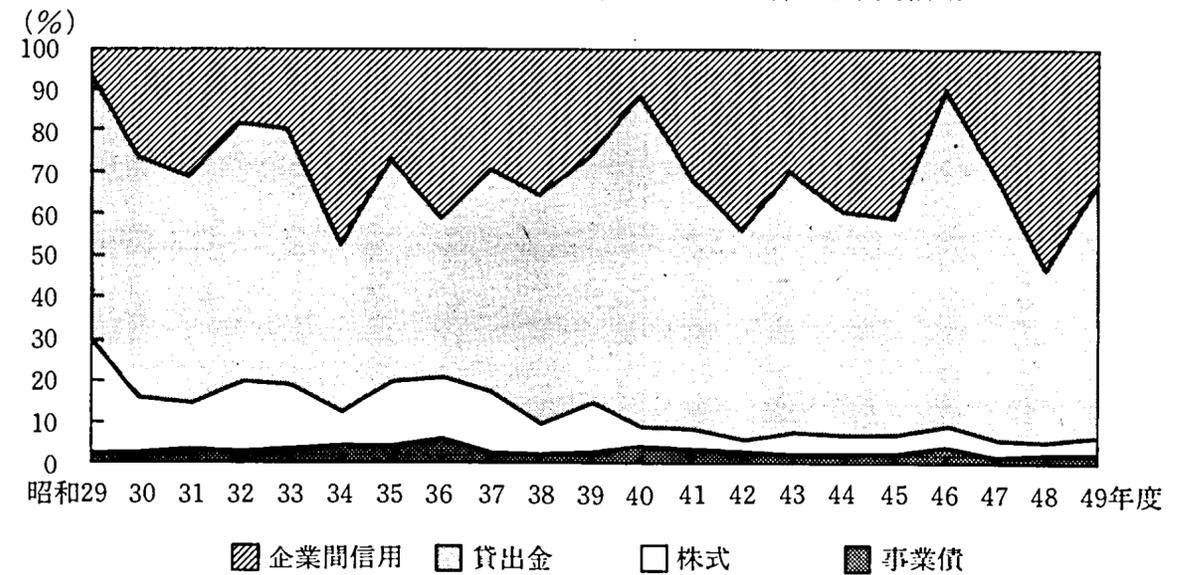
昭和40年代は、外部資金調達について見ると有価証券発行による調達がウェイトを著しく下げ、代わりに金融機関からの借入れがウェイトを増した時期であった。図3-14は、『資金循環勘定』から貸出金、株式発行、事業債発行を抜き出してその比の変遷を表したものである。図3-15は、さらにもう一つの主要

図3-14 貸出金、株式発行、事業債発行



(出所) 日本銀行「資金循環勘定」より作成。

図3-15 貸出金、株式発行、事業債発行、企業間信用



(出所) 日本銀行「資金循環勘定」より作成。

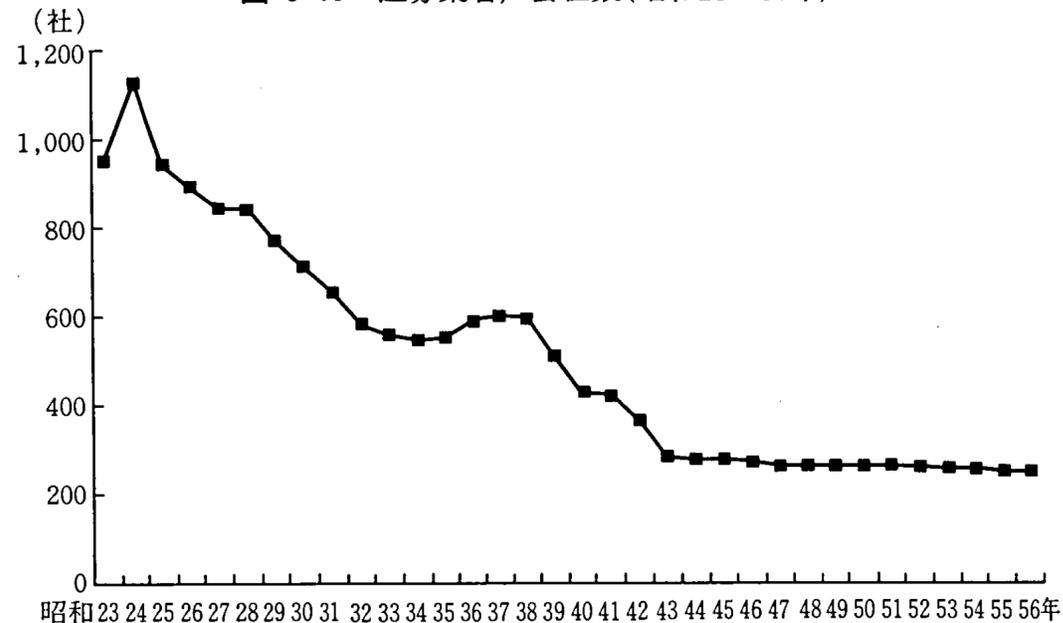
な調達手段である企業間信用を追加して同じく比率を取ったものである(この時期には海外からの資金調達はさほど重要なウェイトを占めていないので、省略した)。どちらのグラフで見ても40年代に株式や事業債の発行が比重を下げていくことは明白であろう。ただ、内容的には時価発行増資や時価発行転換社債など新しい資金調達方法が盛んになったり、事業債の発行におけるアンダーライターの役割が増大するなどの、小さからぬ変化があった。

前章で見たように、自己資本比率は全く上昇していない。そもそも自己資本比率を上昇させる政策上の目的の一つは資本自由化対策であったが、それに対しては自己資本比率ではなく、安定株主比率の上昇で対抗したと考えられる。前述したように、特に資本自由化の影響が大きいと予測された業種で安定株主工作が早く進んだ。

6 証券会社

昭和40年から43年4月までは免許制への準備期間であり、免許されるための基準をクリアすべく各証券会社は財務状態や経営の安定化に追われた。それまでの期間に中小証券の合併も盛んに行われた。また、大手証券との提携で資本と人的構成の強化を図った業者も少なくなく、たとえば東一証券は野村証券の

図 3-16 証券業者、会社数(昭和23～56年)



(注) 業者数、会社数は昭和40年以降は各年9月末、それ以前は年度末。
 (出所) 「大蔵省証券局年報」より作成。

第2節 証券会社行政の転換—免許制移行から「4社寡占」問題まで

山一証券への日銀特融が決定した同日(昭和40年5月28日)に公布された「証券取引法」の改正(昭和40年法律第90号)は、証券会社(改正前には証券業者とよんでいた)の免許制を中核としており、施行は40年10月1日、免許は43年からとなっていた。証券当局もすでに39年6月18日に大蔵省理財局証券部から証券局に昇格しており、34年の証券行政の本格化にも増して大きな証券行政の節目を迎えることになった。40年5月から43年までは免許制の実質的な準備期間であった。前章(昭和30年代分)では通達等による証券会社(業者)行政の部分は別個に扱ったが、この時期については「証券取引法」改正関係と一括して論じよう。

1 免 許

免許制に向けてのタイムテーブルは次のようになっていた。既存業者は昭和41年9月までに体質改善。42年9月に免許申請。43年3月に免許書交付(4月1日付)。ただし、新山一および新大井(和光)は、形式的には既存業者ではなく新免許となったので別扱いであった。また、体質改善とは、正味資産の充実、手数料収入による収支均衡、経営陣などの人的条件の整備の三つを柱とし、特に正味資産の充実は41年9月までに完了するよう指導が行われた。

このうち特に正味資産の充実は登録制末期にはすでに指導が開始されていた(前章参照)。また、証券不況に入る38年以降には、証券業への新規参入が事実上制限されていた。つまり証券当局は、38年以降すでに登録制を免許制的に運用していたといってもよい。新規登録数は38～40年の3年間連続ゼロであったし、41年10月以降は登録制による新規開業は認められなかった。

「証券取引法」改正施行の40年10月1日には484社あった登録証券業者は、免許申請直前の42年9月末には357社に減っていた。この期間中、前述のように新規登録は認められなかったため、484社から357社へと127社が減ったことに

系列に入り、福山証券は日興証券から、三栄証券、更栄証券、山吉証券は大和証券から、大七証券は山一証券から、それぞれ役員を迎え入れた。またこの結果、43年に免許された証券会社数は、山一、和光を含めて277社に減り、以後は会社数は安定した(図3-16)。

40年代半ばから、株式については時価発行で初めて実質的アンダーライター機能を果たしはじめ、事業債については八行会でなく証券ベースで発行条件などを改訂していくという体制が進み、流通市場でも既発公社債の売買が盛んになりはじめ、証券会社の地位が高まった。先に見たように株式がマクロ的な残高でシェアを落としたにもかかわらず証券会社の地位が高まったのは、第1に、株式流通市場以外でのこうしたビジネスの拡大によって、30年代に比べると証券会社の収益・財務状態の株式相場への依存度が下がったからである。第2には、以下で詳しく述べるように免許制になって経営が安定したことによる。

外国からの証券業への参入は全くといってよいほどなく、46年になって「外国証券業者に関する法律」が定められてようやく準備された(第2節第3項参照)。その後の10年間で出店したのはわずか5社にすぎない(47年メリルリンチ、その次は53年のピッカース・ダ・コスタ)。

表 3-1 登録証券業者の変化

		9月末登録業者数	免許申請業者数	申請取下げ業者数	免許拒否業者数	免許会社数
証券取引所 会員業者	正会員	153	151	3	0	148
	特別会員	3	3	1	0	2
	才取会員	31	20	0	0	20
	小計	187	174	4	0	170
	非会員業者	170	128	20	3	105
合計	357*	302	24	3	275*	

(注) * 9月末登録業者数と免許会社数には山一証券および和光証券(旧大井)は入らない。

(出所) 「大蔵省証券局年報」昭和43年版, 33ページより作成。

なる。減少分の9割方は廃業(自主的廃業, 合併, 営業譲渡)であり, 残りは登録取消しである。

この357社の中で55社は, 免許申請を行わなかった(表3-1参照)。申請を行わなかったのは三つのグループからなっており, 第1に他の証券業者と合併する予定か, 第2に営業譲渡を予定していたためか, 第3に経営の見通し難から自主的に廃業したためである。第1のもの事例は, 大きなものでは日本勧業証券と角丸証券の合併(日本勧業角丸証券として発足)があり, 他には地場証券業者の統合が多い。第2は取引所非会員の地場証券業者が中央の会員業者に営業譲渡する場合などが典型であった。

こうして302社が申請したが, いったん申請した後で事情が変わって, 自主的廃業, 合併, 営業譲渡などを行うことになったため申請を取り下げた業者が, 表に見るように24社出た。この結果, 最終的に免許審査の対象となったものは278社であり, そのうち275社に4月1日付で免許が与えられた。これに先立って免許されていた山一と和光の2社を加えて277社が免許制下の証券会社としてスタートしたわけである。

免許は, 業務内容により次のように区分されている(法第28条)。

1号: ディーラー

2号: ブローカー

3号: アンダーライター

4号: ディストリビューター

この種類別の免許会社数は表3-2の通りである。

表 3-2 種類別免許会社数

免許の種類	会 員	非 会 員	才取・特別会員	計
1, 2, 3, 4号	55*	—	—	55*
1, 2, 4号	93	99	—	192
2号	2	—	20	22
1, 3, 4号	—	4	—	4
1, 2号	—	—	2	2
1, 4号	—	1	—	1
1号	—	1	—	1
合計	150*	105	22	277*

(注) *印は山一証券と和光証券を含む。

(出所) 「大蔵省証券局年報」より作成。

1号と2号の免許を同一の証券会社に与えること, つまりブローカーとディーラーが兼業することには弊害があることが指摘されてきたので, 免許審査直前になって商品株式保有に制限が設けられた。

「証券会社の商品有価証券に属する株式保有限度基準等について」(昭和42年8月25日事務連絡)

証券会社の株式保有を制限しようとする根拠は, 証券会社の財産保全の意味と, 株式市場全体の取引正常化のためにディーラー業務を規制すること, の二つがありうるが, この事務連絡による規制は後者を意図している。つまりブローカー業務を円滑に実施し公正な市場の機能を維持するため必要な限度の範囲で株式保有を認めるという趣旨であった。したがって規制の対象は商品有価証券勘定に属する株式に限定された。

限度基準の概要は,

取引所会員は純財産額の2分の1,

非会員は4分の1。

この後も42年9月, 44年4月, 44年11月に同種の事務連絡があり, 業界からは2分の1という制限が厳しすぎるとして緩和がたびたび要望されていたが, 結局この要望は容れられず, 48年11月29日に「証券会社の商品有価証券に属する株式の保有限度等の取り扱いについて」(事務連絡)で, 会員については社外流出後の純財産額の40%, 非会員については同30%と改訂された。

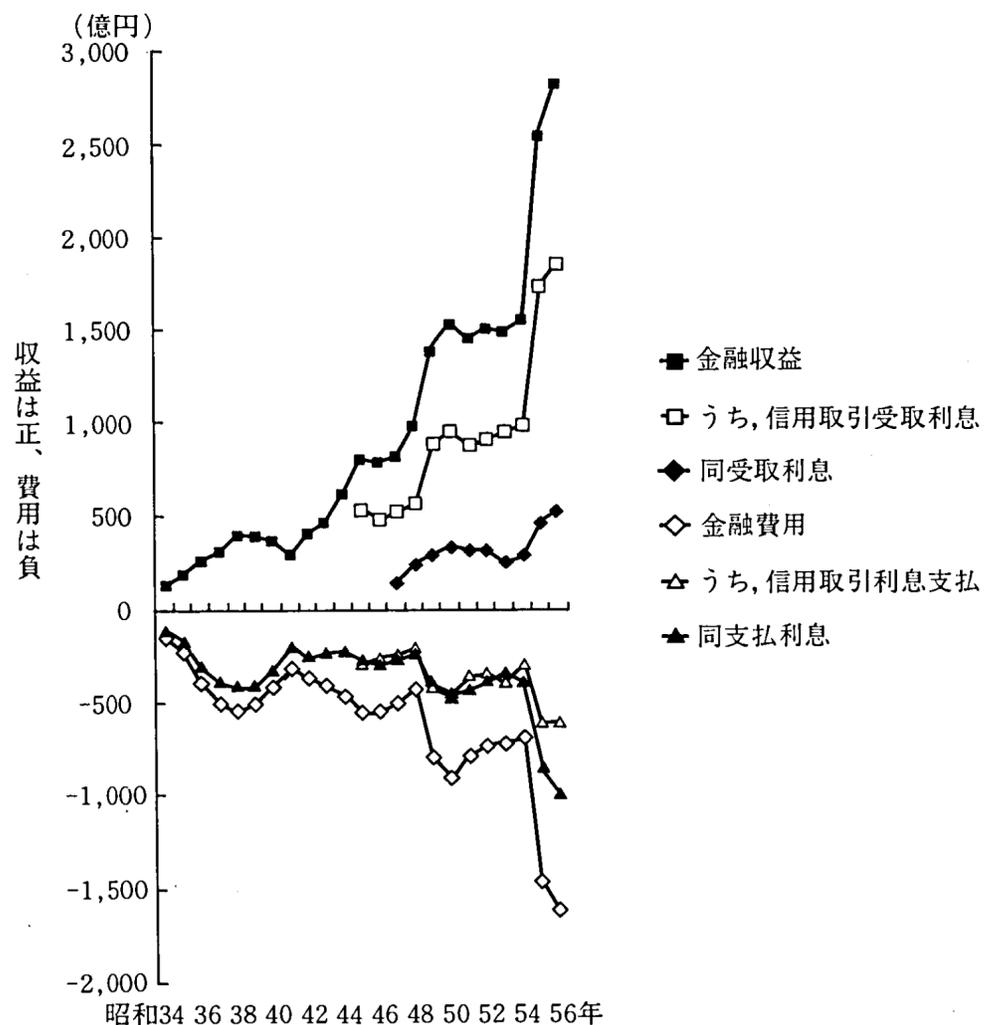
2 証券会社の財務安定化と行政

(1) 金融収支の安定

昭和40年代は証券会社の財務状態が30年代に比べて飛躍的に改善される時期である。

第2章の図2-14から直ちに分かるように、金融収支(=金融収益-金融費用)は昭和41年を境にプラスに転じている。次に金融収支の内訳を図3-17によって見ると、金融費用側(およびその主要な構成部分である支払利息)に比べて、金融収益側の伸びが著しい。そこで、全国証券会社の統合バランスシートの資産

図3-17 全国証券会社の金融収支内訳(昭和34～56年)

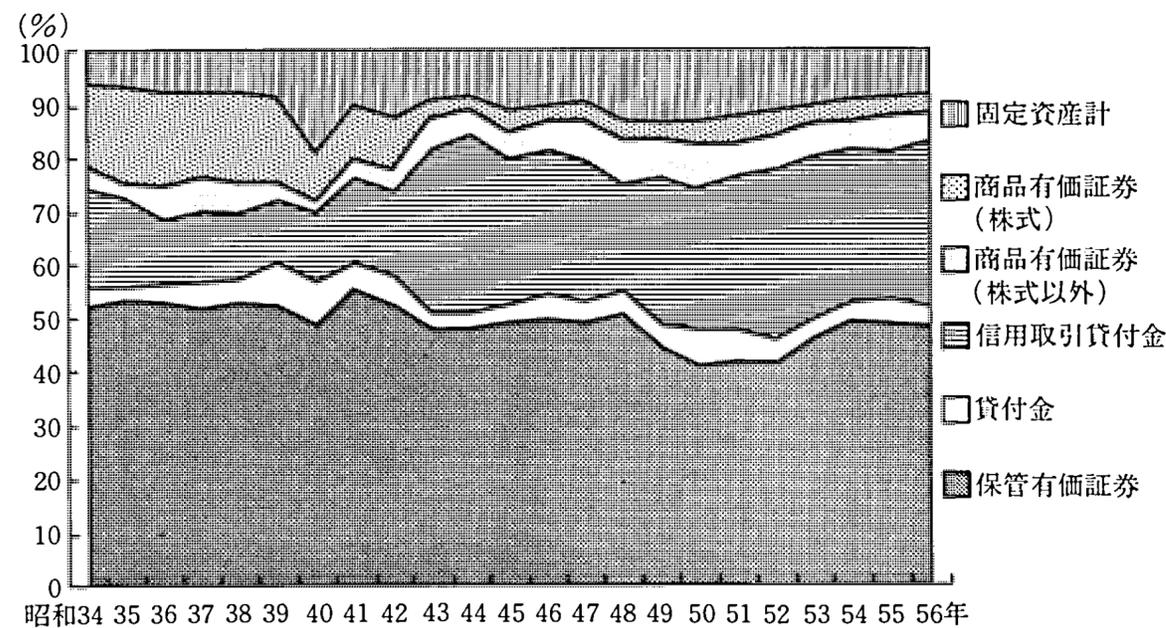


(出所) 『理財局証券年報』、『大蔵省証券局年報』より作成。

側内訳の変化をみると、次の図3-18のようになる。40年(9月末)のみ固定資産の割合が高いが、これは固定資産のうち投資有価証券の急増によるものである。30年代と40年代を比較すると、信用取引貸付金の比重が高くなっているのが、最も目立つ変化である。代りに低下が目立つのが「その他の流動資産」であり、その主要な要素は商品株式と保管有価証券で、特に商品株式の縮小が著しい。絶対額で見ても、41年に約1000億円であったものが、その後数年縮小し、再び1000億円台に戻るのには49年になってからである。商品株式保有は、先に述べたように42年から量的に規制されたので、これが主な原因であると思われる。前掲のグラフ(図3-17)を見ても、40年代半ばに信用取引(貸出し)からの収益が金融収益に占める比率は半分を優に超えていることが読み取れる。

手数料収入や有価証券売買益が不振になる昭和49～50年にも、金融収支は不振にならずに全体の収支をいわば下支えすることになる。昭和30年代には手数料収入や有価証券売買益と同方向に変動してしまい、36年以降の市場不振期にもなんら下支えにならなかったのとは対照的である。そのように事情が変わったのは、第1に内部留保が厚くなったこと、第2にそうして蓄積された資金が相場と連動しない資産すなわち信用取引貸出などで運用される割合が上がったからである。商品株式の保有については、すでに述べたように、免許制開始直

図3-18 全国証券会社の資産内訳(昭和34～56年)



(出所) 『理財局証券年報』、『大蔵省証券局年報』より作成。

前の42年からブローカーとディーラーの業務の(現代風にいえば)利益相反に配慮して、量的に規制がしかれた。図3-18にはっきりと示されるように商品株式の比重が42年から急落するのはこの規制によるところが大きいと思われる。ところが、前述の42年事務連絡の趣旨として、これは取引正常化のための規制であって、証券会社の財務改善のための規制ではない、と述べられている。

しかし、商品有価証券(特にそのうちの最も大きな部分である株式)を保有することをディスカレッジする規制を加えれば、いわば副作用として金融収支が改善される可能性がある。なぜなら株式保有による収益のうち金融収支にカウントされるのは配当部分であり、配当部分のみの収益率は利子率よりも当然に低い。またキャピタル・ゲインの部分は金融収支には入れないし、仮に入れたとしてもリスクが大きいから、安定した収益源にはなりにくいからである。

(2) 財務指導行政—負債比率の低下

山一証券問題を引き起こしたのは、証券会社の不安定な財務状態であるとの反省から、免許制以降と前後して証券当局は証券会社の財務強化に本格的に取り組んだ。(1)に挙げた商品有価証券の保有規制は、すでに述べたように、財務強化を本来の目的としたものではない。これと別に、財務状態強化を第一の目的として、42年の免許申請受付に向けて41年5月から通達や事務連絡が証券当局から出された。主要なものの内容を要約しよう。

(a) 「合理化の徹底による財務体質健全化のための指導の強化について」(昭和41年5月13日事務連絡)

免許制に備え、また長期間の市場不振に耐えうるような体質改善を図るために、

- ・ 過去数年間の市況沈滞時の手数料収入の実績を基準として、有価証券売買損益を除外して収支均衡することを目途として支出を圧縮すること。
- ・ 資本金収益率の向上を手数料収入の増加のみに期待せず、支出の削減に努力する。すなわち、通常配当を可能とする収益を得るに必要な最小限度の手数料収入を極力低位に維持するよう支出の削減に努力すること。
- ・ 店舗の増設、拡大的な移転等は厳に慎むこと。
- ・ 店舗について詳細

(b) 「証券業の免許にあたり検討すべき事項について」(昭和42年3月23日蔵証第685号)

「証券取引法」第31条について敷衍する形で、免許の要件を述べている。

- ・ 純財産が資本の額を上回り、かつ負債比率が10倍以内であること
- ・ 財産内容が健全であること
- ・ 経営基盤に不安がなく収支見込みが良好であること
- ・ 人的構成関係
- ・ 法令遵守状況

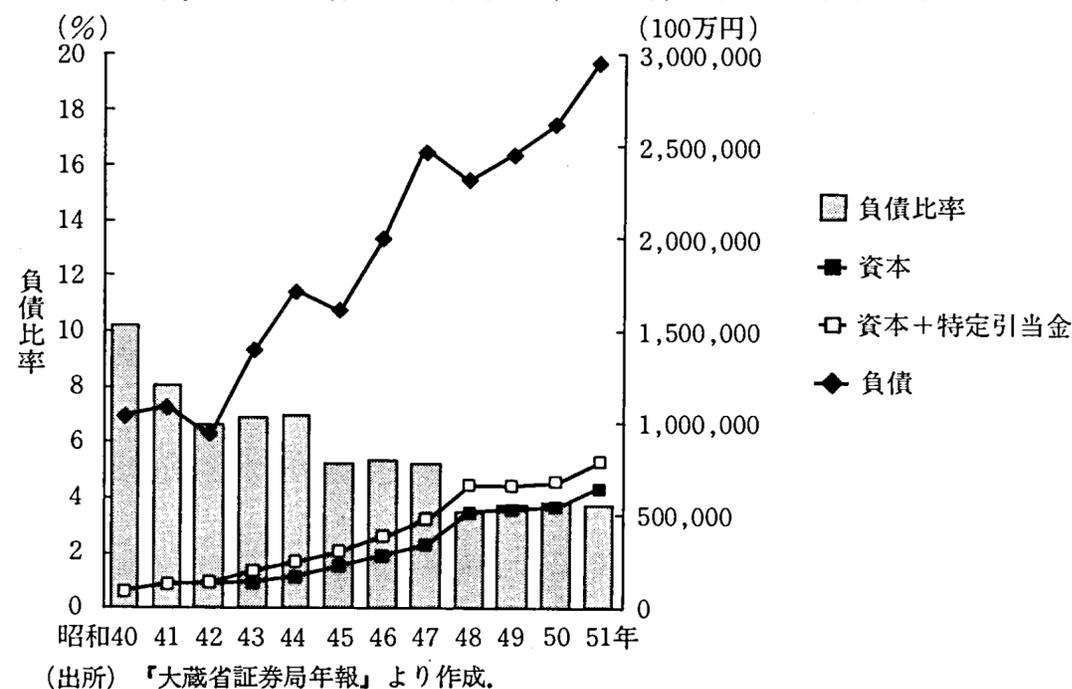
41年事務連絡で「有価証券売買損益を除外して収支均衡することを目途」としたのは、いうまでもなく、38～40年の証券不況を念頭においてのことである。それまで金融収支の赤字(株式買いのための借入金への利子支払)をかりうじて営業収支と有価証券売買益で穴埋めしていたのが、相場の持続的下落で営業収支、有価証券売買益がともにマイナスとなって全く不可能となってしまい、証券会社の経営を著しく圧迫したのである。

42年通達は、免許の要件であるから、証券会社にとってこれをクリアすることは必須になる。最初の要件の「純財産が資本の額を上回り、かつ負債比率が10倍以内」の前半はともかく、後半の負債比率に関する部分は、40年当時では全証券会社平均でも達成されていないような厳しい基準であった。

次のグラフ(図3-19)を見ると、負債比率[負債÷(資本勘定+特定準備金)]が、全証券会社平均で10倍を超えていたのが、その後数年で4倍以下にまで低下したことが分かる。平均で10倍を超えているということは、平均的な証券会社はそのままでは免許を受けられないということであるから、43年に向けて急速に証券会社側が適応したのである。その要因としては、負債の方は45、48年に減少するなどの変動があるのに対して、資本・特定引当金の方は一貫して増えつづけていることであり、これは増資と内部留保が着実に行われた結果であると考えられる。

実は財務指導のためのこれらの事務連絡、通達以外に、以下に述べるような決算指導行政、店舗行政も、ことこの時期に限ってはすべて証券会社の財務体質の改善に主眼があったといつてよいのである。

図 3-19 証券会社の負債比率(左軸), 資本と負債(右軸)



(3) 決算指導行政—社外流出の抑制

昭和39～40年度は無配の証券業者も多く、決算指導というよりは正味資産の補強指導であったが、41年からは再び資産内容の堅実化と自己資本充実の指導という方針に戻った。

続いて42年10月5日付で事務連絡「証券会社の昭和42年9月期決算について」が出され、具体的に踏み込んだ規制が行われた。その主な内容は

- (a) 金銭による配当などの社外流出は、原則として、当期税引後利益の3分の1に相当する金額を超えない範囲とする。
- (b) 金銭配当の配当率は年8%以内とする。ただし内部留保が良好であり、来期以降における配当継続が確実と思われる場合には、配当率を年10%以内としてもさしつかえない。なお、社会通念上非常識と認められる低率配当は避けるものとする。
- (c) 株式などによる配当は個別に財務局にて協議を受けるものとする。

(b)の原則8%以内、例外10%以内、という配当率規制は、30年代の10～12%という指導に比べて若干低い水準である。それだけ社外流出を抑えて内部留保を促すという趣旨であろう。この事務連絡が若干修正されて、翌43年に通達と

なり免許制移行後の基本通達となった。これが通達「証券会社の決算指導について」(昭和43年9月13日蔵証第1318号)と同日付事務連絡「昭和43年9月期の証券会社の決算指導に関する留意事項について」である。42年事務連絡からの主な変更点は、(b)の配当率についてであり、金銭配当の配当率は上限を10%、下限を6%とする。特例は11%と5%(11%配当を行う場合も配当性向は25%以下、内部留保率3倍以上でなければならない)。

以後43年から48年までは、47年に「決算経理基準」通達があった以外に大きな変更はない。この47年通達「証券会社の決算経理基準について」(昭和47年8月14日蔵証第2018号)は、すでに42年から45年にかけて行われた金融機関の決算経理基準と同様に、証券会社の決算経理についても、特に有価証券の評価方法や事業税の処理など、統一した扱いをなすことを目的としたものであった。ここでも社外流出性向や配当率の規制水準はそれまでの通達の内容がなかば恒久的なものとして追認された。

49年は金融引締めの影響で証券会社の税引後利益は大幅減となったので、財務内容が良好な会社についてのみ社外流出規制をやや緩和した。

このように、40年代の決算指導行政は、証券会社の株主の利益よりも証券会社の財務状態改善をはっきりと優先させる性格のものであったといえる。

(4) 店舗行政—支出の削減

昭和39年以降は、合理化による財務体質強化の見地から原則として店舗は縮小整理の方向で指導された。改正証取法が成立した後の移行期間においても同様であった。たとえば先に引用した事務連絡「合理化の徹底による財務体質健全化のための指導の強化について」(昭和41年5月13日)にも、店舗について他項目以上に詳しい言及がなされている。店舗の新設・移転が認可を要する事項に指定されたのは免許制になってからであるから、登録制末期からすでに免許制的な予防的監督行政が運用上実施されていたことの現れといってもよい。このためもあって38年8月の2941店舗をピークに急減し、43年度末には1849店となった。44年4月の「証券会社の支店その他の営業所の設置等の取り扱いについて」(昭和44年4月1日蔵証第659号)から徐々に、配置転換を中心に店舗の設置が認められることとなった。ただ、配置転換が中心であったので、47年度い

っぱいまで、店舗数合計はほとんど増加していない。配置転換が原則という方針が変わるのは48年度以降であり、店舗数は1900台になる。

(5) 免許制の競争制限効果と財務安定

以上述べてきたように、免許制への移行とともに証券会社の財務を安定させるための指導は多岐にわたっていた。証券会社の側も免許がほしいという動機ではあったもののこれに添って財務体質の強化に努めたようである。しかし、財務の安定に貢献したのはこうした個々の指導や努力だけではあるまい。その背後には、免許制の別の側面、すなわち証券業への参入制限という効果があるのは否定しにくい。図3-16に表されるように、登録制の時代には業者の数はかなり変動していたのが、登録制末期からは新規登録を認めないという形で免許制的に運用されるようになったため、変動は廃業や取消しなどによる退出のみで参入はなくなり、免許制移行後もほぼ同様であった。

275社という数が多いか少ないかではなく、新規参入が事実上閉ざされているということは、それだけで競争を制限する効果をもつ。超過利潤が発生したときにそれを除去する自動調整機能(すなわち参入による利潤率再低下)がないからである。40年代に証券会社が順調に利益を上げ内部留保し蓄積して財務を安定させることを可能にした少なくとも一つの要因は、免許制のこうした競争制限効果であることは否定しにくいであろう。

3 その他の規制

(1) 運用預りの廃止

運用預りは、「証券取引法」第43条第1項の規定に基づき兼業として承認を受けたものであるが、「証券取引法」改正(昭和40年法律第90号)の附則第2項によって法改正前の承認にかかる兼業は昭和43年3月31日限り効力を失うこととされた。法改正後における兼業としては運用預りは承認しないこととし(「証券会社の兼業の承認について」, 昭和42年10月9日蔵証第1879号), 運用預りは制度的に廃止された。

(2) 外務員制度

証取法改正にともなって、証券会社に属する外務員に関する規定も改正された。従来届出のみでよかった外務員について、登録義務が必要になり、また登録取消処分に関する規定も設けられた。

(3) 営業姿勢に関する規制

この時期の証券会社行政は何よりも証券会社の財務体質改善に重点がおかれていたので、営業姿勢に関する通達も、兼業に関するものがいくつか出された程度で、あまり活発ではなかった。49年12月になると証券局長通達「投資者本位の営業姿勢の徹底について」(昭和49年12月2日蔵証第2211号)が出された。この頃から、財務体質改善が一段落して、証券会社行政の力点も、証券会社と顧客の関係などの面に移動した。

(4) 「外国証券業者に関する法律」

わが国への外国証券業者の進出については、「外資法」による株式取得の制限があり、また「証券取引法」に本邦内支店の設置についての規定を欠くことから、事実上不可能な状態にあった。このことは、わが国証券会社が海外進出に積極的な姿勢を示して海外現地法人、支店等を設置しつつある実情からみて国際間の相互主義の原則にもとるものであるもので、早急に立法措置を講ずる必要があると判断された。証券取引審議会においても意見書においてその必要性を適当と認め(「企業内容開示制度等の整備改善について」, 昭和45年12月14日報告の「第4」として関説), 法律は「外国証券業者に関する法律」(昭和46年3月3日法律第5号)として公布された。¹⁾ 海外からの参入規制としては保険や銀行よりも厳しいものともいわれ、はたして立法以後10年間で出店したのは5社にとどまった。47年6月にメリルリンチ、その次は53年8月になってビッカース・ダ・コスタである。

〔注〕

1) 「大蔵省証券局年報」昭和46年版, 84-90ページ。志場喜徳郎口述「昭和44～46年の証券局行政」(大蔵省資料Z108-7-3)。

4 「4社寡占」問題

前述のように免許制への移行は、証券会社数を絞ることによって競争を多少とも制限し、各証券会社の利益を底支えするという面をもっていた。これに加えて、免許の条件である様々な財務制限とが相まって、40年代半ばには証券会社の収益・財務状態は著しく改善した。それとともに4大証券会社が証券業各分野で占めるシェアが高く寡占状態にあることへの批判が高まった。当時、引受手数料で見ると4社のシェア合計は8割前後で安定しており、また委託手数料などで見ても5割ほどを占めていた。免許の種類で見れば4種類すべてをもつ証券会社が55社あり、引受以外の三つをもつ証券会社が93社、ブローカー免許のみが2社(以上、会員のみ)であった。しかし55社のうち「引受関係会合」(引受部長会)に出席していたのは4社だけであるように、証券当局も4社の寡占状態を少なからず利用して政策への協力を促していたことは否定しにくい。48年2月の「内外の経済、金融情勢の変化に伴う公社債市場のあり方」(証券取引審議会)においてこの点の改善が示唆された。具体的には、「引受関係会合」に48年6月から後発の総合証券7社(新日本、勸業角丸、和光、三洋、大阪屋、岡三、山種)が新たに加わることになり、また国債引受けシンジケート団には4社以外に49年度から新日本と勸業角丸の2社が加わった。こうした措置に4社寡占対策としてどれほどの効果があったかは相当に疑問である。ただ、競争を制限してでも証券会社の財務状態を改善しようとした免許制移行直後に比べると、曲がりなりにも方針が緩和されたことを表すできごとではあった。

これと並んで、アンダーライターの引受審査機能を拡充する必要性も、証券取引審議会の同じ報告で指摘された。報告では、そのために銀行などを新たにアンダーライターとして参入させるという案に対しては、65条を堅持する立場から消極的な見解を述べている。その代りに引受けに実質的に参加する証券会社の数を増やそうというのが前述の後発7社への措置であったといえる。ただ、次節で述べるように、アンダーライターの手に渡る前から発行可能な企業を絞り込んでしまったので、結果として安全な銘柄が発行されはするが、アンダーライターの引受審査機能を養成することにはならなかった。

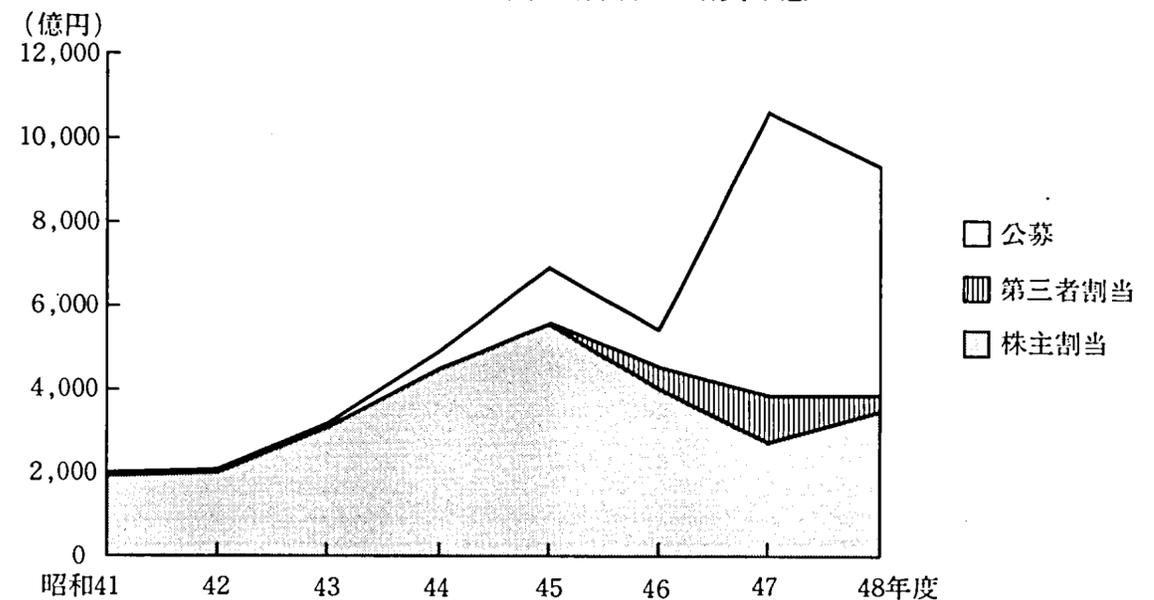
第3節 企業の資本構成、資本関係と証券行政

1 時価発行増資

第1節でも見たように、さほどシェアを増さなかった株式発行であるが、その中であっていくつかの新しい方式の発行方法が徐々に普及した(図3-20)。その最大のもの、時価発行増資である。すでに昭和30年代から時価発行は行われたことがあったが、ごく一部の企業だけが例外的に、しかも増資額の一部分だけを時価発行で行うといった程度にすぎなかった。また、株主や証券会社も時価発行を必ずしも歓迎しなかった。そうするうちに昭和36年からの長い株式相場低迷期に入ってしまう、時価発行もブームとはならなかったのである。

40年代に入って株価が回復してくると再び時価発行が論議されるようになり、42年4月頃には証券界、産業界はともに段階的に時価発行へと移行すべきことで合意に達していた。また、第1節で見たような成長株相場の過程(43～45年)でのPER(株価収益率)の考え方の流行も、時価発行増資の機運を促すものとして理解された。ただ生損保は投資家として株主割当がなくなるため消極的で、

図3-20 全国上場会社の増資形態



(出所) 「大蔵省証券局年報」より作成。

特に42年6月「基本的には時期尚早」という態度を表明し、額面と時価の中間の価格での発行(いわゆる西ドイツ方式)、しかも原則的には株主割当を提言した(いわゆる中間発行論)。

証券当局は44年11月に「証券会社の引受業務の適正な運営について」(昭和44年11月6日蔵証第2677号)と「公認会計士監査の質的な向上について」(昭和44年11月6日蔵証第2676号)を出した。その主な内容は監査は公認会計士に任せるというのでなく、監査の実質的内容を見て、証券会社が個別に引受審査を行うべし、というものであったが、その含意は、時価発行を今後の方向として是という方向で当局が認めたということであった。¹⁾この実現に際して、投資家、発行者、証券会社のさまざまな利害の対立が表面化し、親引けの規制や公募プレミアム「還元」といった現象が生じた。この経緯について少し詳しく見ておこう。

(1) 各主体の利害

このように株価の上下によって時価発行論議も上下したこと自体、利害関係者の一部、特に発行者と証券会社が時価発行に熱心であったことの反映であるといえる。まず、発行者が時価発行によって利益を得る最も大きな原因は、企業を評価する株主が、評価基準として資本金に対する配当率や利益率を用いている以上、²⁾成績を問われる経営者としては評価の分母である資本金の増加が相対的に少ない増資方法のほうが有利だからである。

次に、証券会社はどうか。時価発行の盛行が証券会社にもたらす第1の利益は、アンダーライターとしての報酬である。時価発行であれば、証券会社が価格付けや発行時期の選択についてアドバイスを与え、もしアドバイスが不適切で売れ残りが出ればこれを引き取るという形で引責するというアンダーライティングが、発行者にとって有用なサービスになり、したがってアンダーライター手数料も高い。第2に、時価発行の情報が簡単に手に入り、これをディーラー業務に転用すれば利益が得られる可能性が高い。これはインサイダー取引であるが、当時はインサイダー取引は現在ほど明確に違法とは認識されていないかった。このように、時価発行は大手の(アンダーライターの免許をもっている)証券会社には大きな利得の機会を与えることになる。

時価発行によって利益を得たもう一つのグループは、「親引け」によって優先的に割安に新株を入手できるところの取引銀行、大株主、取引先企業と自社の役職員である。先に述べたように、30年代から行われてきた時価発行増資の大半は、増資額の一部を公募し、他を旧株主などに優先的に割り当てるという方式を採っていた。以後時期が下るに従って時価発行の比率が上昇していく(特に47年に盛行)のであるが、その場合でも公募分についてこうした特定の株主への実質的な優先割当が残存したのである。このルートによって特に利得が大きいのは新規上場の場合であって、殖産事件もそのケースであった。親引けの規制も、後述のように殖産事件が起きて以降ようやく開始された。

また、親引けによって割安に新株を得た大株主が安定株主になってくれるならば、発行者にとっては株主安定化工作にも利用できることになる。実際、資本自由化対策のためにこの手法がよく用いられた。そうした大株主の主なものの一つが金融機関である。金融機関は国債を購入するばかりでなく時価発行での株式消化に積極的であった。他の安定株主と同様に短期的な収益以外の目的があったのと、もう一つは、同じ銘柄の株を昔安い頃買ってもっていれば、時価発行で買っても簿価は低いところに納まるので、評価損益の面からいうと採算上もさほど不利ではないという事情も手伝っていた。

(2) 不正・疑惑事件と投資家の不満

こうして株高の勢いと発行者、証券会社、大株主の利益のために出発してしまい証券当局も早々と認知した形の時価発行増資であったが、その後不正・疑惑事件が続発し、一般投資家の不満や世論の批判が高まった。

まず、事件とはならなかったが、40年代第1の株式ブームである「成長株相場」のさなかに、時価発行の公募期間中の価格安定操作が発覚した。45年5月頃ソニーと松下が時価発行増資を行ったが、松下株は公募開始数日で相場が崩れて公募価格を割り込んだ。幹事の山一証券は証券局と相談のうえで買支えに出た。ところが元山一証券職員が、これは証取法違反であると東京地検に告発したのである。もともと買支え禁止はアメリカにならったものであるが、そのアメリカのほうでも改正されて公募期間中はよしとされていたので、起訴には至らず、この事件の後そのように政令が改正された。

670 第3章 昭和41～49年—免許制移行から石油危機まで

次に第2のブーム「法人相場」は前述のように47～48年に訪れ、時価発行ラッシュとなった。48年2月に協同飼料事件が起きた。2月23日に時価発行に際しての相場操縦(「証券取引法」第125条違反)容疑で野村、山一、日興の横浜支店長が逮捕された。大蔵省はこれらの支店に営業停止処分を下した。これは免許制発足以来初の行政処分であった。

続いて同年6月には、殖産住宅事件が起きた。これは親引けに絡む不祥事である。東京証券取引所は7月17日に「株式公開制度の運用方針について」を出し、親引けの原則禁止を実施した。

また、不正事件ではないが、日本熱学(コイン式エアコンの製造)が時価発行増資を繰り返して第二部から第一部へ昇格した直後の49年に倒産し、投資家の批判を浴びた。

(3) 不満への対処—親引け規制と公募プレミアムの「還元」

時価発行増資がラッシュとなり、全国の取引所で一時立会い停止まで出た47年11月に証券界、日銀、大蔵省はそれぞれラッシュ対策を講じた。まず証券界は時価発行自体の自主規制基準を出したが、同一の発行者の2年連続の時価発行増資はアンダーライトしないという程度の緩い基準であった。

11月29日、日銀は、金融機関に時価発行の買取りを自粛するようという異例の要望を行った。次いで12月大蔵省は、「株式鎮静の総合対策」を打ち出した。その内容は、次のようなものであった。

- (1) 親引けを50%以下にする
- (2) 時価発行の発行価格割引は直近時価の1割以内
- (3) 投信の募集枠を規制(時価発行された株の受け皿になってしまわないように)
- (4) 証券会社の自己融資枠を47年11月の水準に凍結(間接的な信用取引規制)
- (5) 商品有価証券の保有枠を当面増やさない

翌48年2月13日、引受証券会社による「時価発行増資に関する申し合わせ」で、自主調整ルールが改訂され、親引け率は40%以下とするよう「配慮することとされた。

ところがその10日後の2月23日に協同飼料が株価操作の容疑で強制捜査を受け

た。市場は敏感に反応し、相場は急落した。

48年4月12日、証券取引審議会は「株式市場の当面の改善策について」審議し、報告書ではないが、事務当局から「企業の株主に対する収益還元を促進するため、たとえば増資時に確認した利益還元策の不履行、増資後の減配、配当性向の低下などが生じた場合に対処する措置を検討中である」と報告があった。³⁾ 事務当局とはほかならぬ証券局のことであるから、審議中途にわざわざこうした具体的な発表があったのは、証券局の当面の方針を体してのものと思われる。

48年5月、証券界による「時価発行増資の利益配分についての追加申し合わせ」があり、2月の申合せにおける「増資後の利益配分について特段の注意を払う」ことについて、利益配分が十分でない場合、十分になる時期まで増資を延期し、利益配分の指標としては配当性向を採用することとした。

ところが翌6月、今度は親引けにかかわる殖産住宅事件が起きた。東証は7月17日に「株式公開制度の運用方針について」を出し、親引けの原則禁止を実施した。50%、40%という微温的な自主規制から約半年後、ようやく原則禁止に至ったのである。

ところが、これを挟んで3、5、7、8月に連続して公定歩合引上げがあり、8月から12月まで株価は下がりつづけた。この一連の金融引締めは過剰流動性によるインフレ対策であったし、為替レートは依然として固定制であったから、政策手段の割当問題からいっても金融引締めの緩和はありえない状況であった。

そこで投資家が株式市場から離反してこれ以上相場が下げるのを避けるという意図があつたことと思われるが、証券界は10月になって5月の申合せからさらに一步踏み込んで、5年程度での増資プレミアムの還元を打ち出した。⁴⁾ すなわち、

- (1) 発行会社に増資後の配当性向を公約させる。その水準は増資時の配当性向以上とする。
- (2) 増資後一定期間に無償交付・増配等を行うことを約させる。これにより増配プレミアムが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。
- (3) 公約した利益配分が行われていない場合は、決算期ごとに公約の履行を申し入れるとともに、次回の時価発行増資については慎重に対処する。

この「還元」は、小宮隆太郎=岩田規久男が「親から学資の仕送りを受けている学生に、親にご遣いを送れと命ずるようなもの」とたとえたように、⁵⁾ 非合理的なものであったといえる。しかしこの「還元」には政治的な効果があり、田中角栄首相がこのプレミアム還元の促進を指示したのもそのためであると思われる。⁶⁾

そもそも時価発行にもし利益が存在するとすれば、それは主に親引けやインサイダー取引によるもののはずである、というのが小宮=岩田の主張(のうち、あまり強い仮定を必要とせず妥当性が高いもの)の一つである。プレミアム還元が実際に行われ、当局もそれを促したのは、親引けやインサイダー取引による不当な利得があることを暗に認めて、いわば不当な利得の一部を株主にも分配して不満を和らげようという、その意味では政治的な解決法であった。正攻法は、親引けを廃止し、インサイダー取引を規制し、ディスクロージャーを徹底させることであつたらう。このうち親引けの禁止は48年7月から実施されたものの、ディスクロージャーの徹底は49年の商法改正を待たねばならなかったし、インサイダー取引規制に至っては昭和60年代に至るまで事実上規制なしの状態であった。このプレミアム還元の自主ルールは基本的には昭和55年まで維持され、それ以降になってようやく配当性向重視の考え方に移行することになる。

山一証券事件で日銀特融による救済の実現に大蔵大臣としてリーダーシップを発揮した田中角栄は、今度は首相としてプレミアム還元にも積極的であった。いずれの場合も株主の意見代表(あるいは政界における株式投資家の意見代表)としての行動と解釈することができるかもしれない。

いずれにせよ、不正事件をきっかけとした投資家の批判と不満に対して当局と証券業界が採った措置は、事件の起きるたびに小出しに規制を強めていったり(親引け規制)、不正として批判されている利得を批判者たる株主にも山分けするかのように見せて不満を封じようとする(いわゆるプレミアムの還元)という姑息なものであった。後述するバイカイ規制にも見られることであるが、基本的な問題を回避し、便宜優先の弥縫策に走った面が強い。

増資調整 40年証券不況以来実質的には行われていなかった増資調整であるが、48年に金融引締めへと金融政策が転換し、これを追いかける形で調整が行われた。すなわち、48年12月の総合11社申合せにより、翌49年1月以降の引受

けを抑制すること、12月、1月の新規銘柄持寄りを停止することなどが合意された。

〔注〕

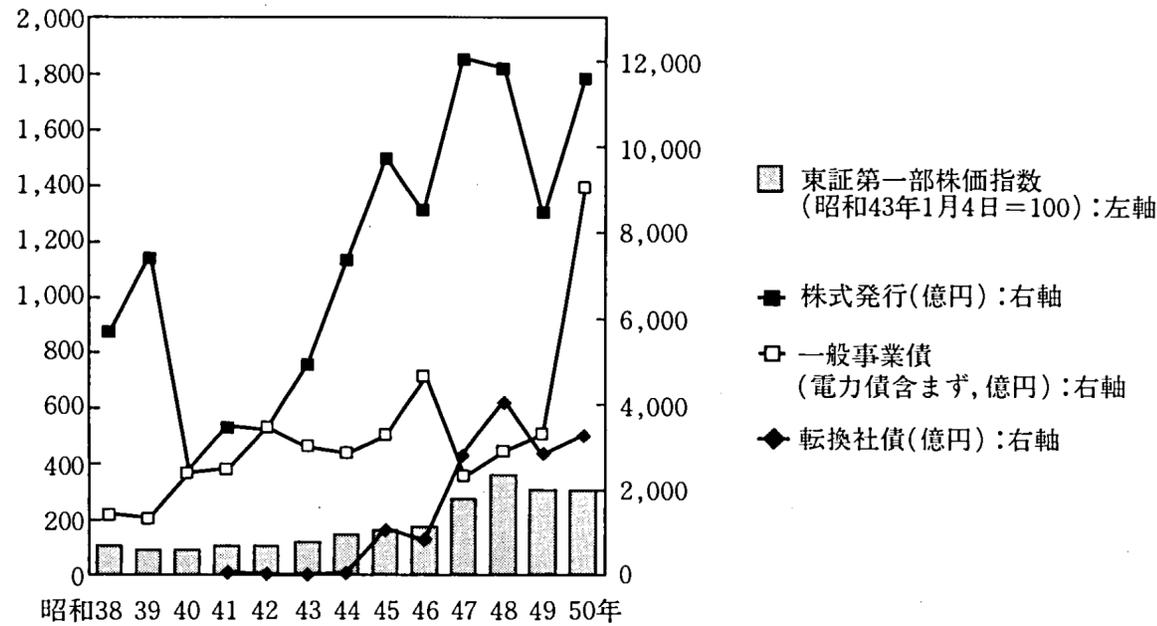
- 1) 昭和46年に当局は、額面株式を無額面株式に変換するのを、株主総会ではなく取締役会で決められるようにする商法改正を試みている。実現したのは56年である。
- 2) こうした評価基準は「錯覚」であるという見方も当時からある(小宮隆太郎・岩田規久男『企業金融の理論』、昭和48年、日本経済新聞社、290ページ)。ただし、錯覚であるとしても本当に株主がそのような基準で評価するのであれば、やはり時価発行によって一時的にせよ発行者が利益を得ることは否定できない。この点は小宮・岩田の議論とも矛盾しない。
- 3) 『大蔵省証券局年報』昭和49年版、17ページ。
- 4) 『大蔵省証券局年報』昭和49年版、18ページ。
- 5) 前掲、小宮隆太郎・岩田規久男『企業金融の理論』、287ページ。
- 6) 高橋英明口述「昭和48～49年の証券行政」(大蔵省資料Z108-7-3)。

2 時価発行転換社債

株式と同様、社債発行による資金調達もこの時期にはシェアを下げたが、その中で新しい方式としては転換社債の時価発行が出現した。証券取引審議会は昭和39年7月に転換社債の時価発行に前向きな結論を出しており、39年9月には日立製作所がアメリカで時価発行し、その後何社かが続いて外貨建てで時価発行を行った。国内では戦後ずっと額面での発行であったが、41年7月に日本通運が初めて時価で発行を行った。しかしこれに続くものがなく、42、43年にはゼロ件であった。

44年になって日立金属が時価発行を行い、これに日本瓦斯化学工業、味の素、古河電気工業が続いた。前項で述べたように、株式のほうで日本楽器が時価発行増資を行って市場が時価発行に慣れはじめた時期でもあり、またそれにも増して株価が上昇する局面でもあった。図3-21は、昭和40年代の転換社債、一般事業債、株式などの発行額と株価の推移を一つのグラフ上に表したものである。容易に読み取れるように、転換社債は株式とともに、株価の上昇局面である40年代後半に発行量が急伸し、47、48両年には、電力債を除く事業債の発行量を転換社債が上回るに至った。より子細に見ると46年下期は46年8月のニク

図 3-21 増資・社債発行と株価



昭和38 39 40 41 42 43 44 45 46 47 48 49 50年
 (出所) 日本銀行「資金循環勘定」および前掲、公社債引受協会「日本公社債市場史」統計編、41ページより作成。

ソン・ショックで株価が大暴落したため不振であったが、47年下期に株価とともに回復し、48年上期まで増勢が続く、以後石油ショックにより再び減少に転じた。

初めて転換社債が発行ラッシュの兆しを見せた45年春、引受証券会社4社は転換社債引受に関する自主ルールを申し合わせた。これにより、発行銘柄は実質的に普通社債のB格相当以上、株価が100円以上、業績見通しがよい企業という限定が付けられた。これは転換社債を発行できる企業は一部上場であることはもちろん、資本金40億円以上で純資産75億円以上であること(どちらか一方が欠けている場合は普通債の発行実績があること)を意味していた。¹⁾ さらに「株価が百円以上」という条件が付けられたのは、「単に「実質B格相当以上」とすると、株価が低くかつその上昇もあまり期待できない銘柄も適格になるので、これを防ぐために原則として「株価100円以上」という慣行的なルールが形成された」ためである。²⁾

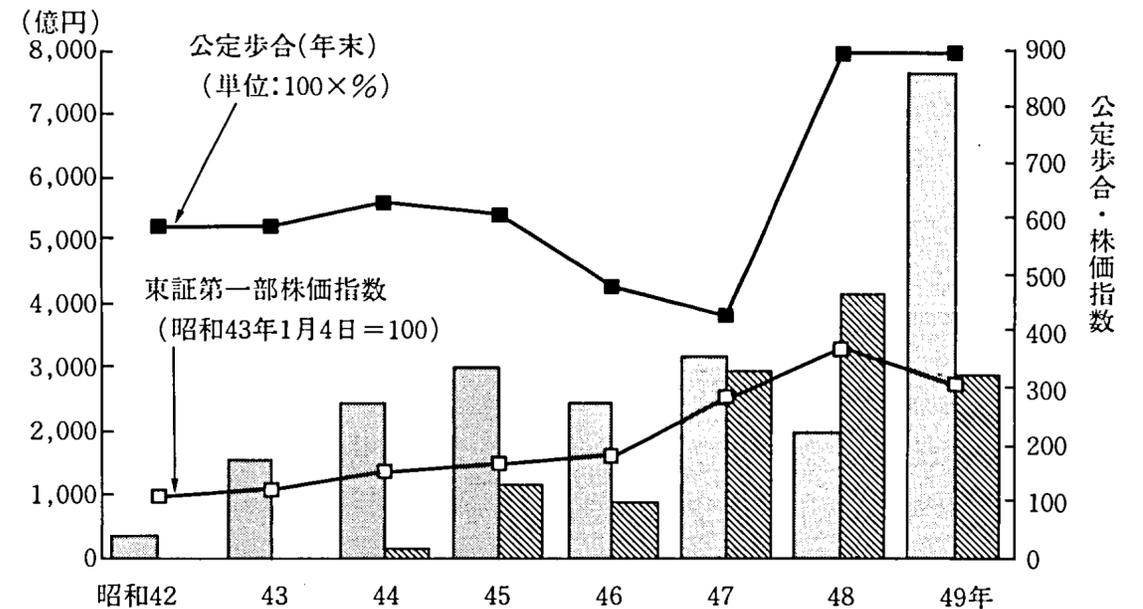
このように、転換社債の時価発行に当たっては投資家による選別や上場審査よりも前の段階で、実質的には当局が(ないしは当局の認めた証券会社の「自主ルール」により)かなり厳しい基準によりスクリーニングを行い、成長が期待され

る大企業のみ転換社債の時価発行を認めるという方針が存在したと思われる。では、普通社債の起債調整と転換社債のそれとはどのように当局の方針が異なっていたか。

同じ『大蔵省証券局年報』昭和46年版は、普通社債の発行市場について「事実上の統制市場でありそこでの資金調達に大きな制約があること」を認め、それに対して「時価転換社債の発行市場では、発行条件、起債量等が原則として市場原理に基づいて決定されている」と述べている。

普通社債の起債調整に漏れた分の資金需要が転換社債に流れたという見方もある。そこで、簡便な方法ではあるが、公社債引受協会の調査による一般事業債(電力債などいわゆる計画債は除く)の当初発行希望額(A)と、その年の発行実現額(B)とを比べて、両者の差、すなわち満たされなかった資金需要分(A)-(B)をグラフに表し、同時に転換社債の発行実現額も重ねて描いてみる(図3-22)。また、東証第一部株価指数の推移も合わせて折れ線グラフで表す。すると、転換社債の発行量増減は、普通社債の未充足起債希望よりも株価により密接に連動していることが読み取れる。つまり、この限りでは普通社債の起債調整に漏れたからというよりも、株価が高いから転換社債の発行量が増えたと解釈できる。さ

図 3-22 事業債起債調整と転換社債の関係



(出所) 『大蔵省証券局年報』より作成。

らに、起債調整に漏れたのではなく、起債希望を出しておいてあとでとりやめて転換社債や増資に変えたという可能性もある(『大蔵省証券局年報』もこの見方を採っている)。どちらにせよ、起債したかったが起債調整に漏れたために転換社債にシフトしたという見方はあまり説得的でないのである。

次に転換社債の発行に際しての仲介の役割は普通債とどのように異なるか。前の章で述べたように、普通社債については受託銀行と引受証券会社によるいわば複合的なアンダーライティングが行われていたが、転換社債については証券会社が単独でアンダーライティング機能を担うことになった。しかし、アンダーライティングの俎上に乗せる前に上述のような自主ルールによってすでに第1次選別が行われ事実上発行者が優良大企業に限定されることになったので、そのアンダーライティング機能は、より広い範囲の候補者から選別するアメリカの投資銀行などの引受機能とは、良かれ悪しかれ異なっていたはずである。言い方を換えると、こうした(当局にも是認された)自主ルールのせいで証券会社にはアメリカ的な意味での引受審査機能を蓄積する動機が弱かったのである。

この点は、普通社債の受託・引受制度とともに、後に証券取引審議会基本問題委員会報告(昭和52年10月)などで厳しく批判されることとなった。しかし当時の状況としては、40年証券不況に至る過程で山一証券を始めとして各証券会社が上場競争に走り、相場が下降したときにキャピタル・ロスや資金繰り圧迫の要因となったことがまだ記憶に新しい頃であった。その対策として証券会社に対しては免許制に移行して財務状態の改善を命ずるという政策を実施したばかりであったので、この時期に「優良大企業」以外に転換社債の公募を認めてしまっただけで証券会社に再び中小企業対象の引受競争を行わせるわけにはいかないと配慮されたのかもしれない。

さて、こうして発行された転換社債は、45年5月に初めて上場が開始された。すなわち東京証券取引所が味の素、日本瓦斯化学工業および日立金属の3銘柄の上場取引を開始したのである。次に47年8月、初めて商社が転換社債を発行することとなった。これは46年8月の「商社の転換社債発行基準」によるもので、もともと商社は大手であっても担保などの起債会の基準を満たすことができず、普通社債も発行できなかった。そうした不便がこの商社限定の緩い基準による転換社債発行で、ある程度軽減されたわけである。

さらに48年1月に、初めて無担保の転換社債が認められ、三菱商事により発行された。当局側の意図としては、まず第1に、商社や建設業のように物的担保に乏しい企業に資金調達の道を開くことであり、第2に、すでに欧米では37年以降日本企業が無担保転換社債を発行した実績があったので、将来外国民間企業が日本で円建債の発行を希望する可能性を考慮すると国際基準に合わせておく必要があったこと、等であろう。このうち第1の意図の実現のためには、本来ならば転換社債だけでなく普通社債の担保条件の緩和も行われる方が自然であったろう。しかしそうはならなかったのは、銀行業界および銀行行政当局との調整の問題と思われる。実際、無担保転換社債の発行に最も強硬に反対したのは銀行業界であり、このため、担保制限条項(担保になっていない資産を発行会社が留保する)と配当制限条項(発行後、税引き後利益が大幅に減少した場合には減配する)を付加することでようやく決着したのである。この後特に48年前半に無担保転換社債の発行はブームになり、48年度の転換社債発行額のうち実に45%が無担保であった。なお、49年2月の商法改正で転換社債の発行については株主総会の決議が不要になり、取締役会の決定で発行できるようになった。

円のフロート制移行(48年2月)に前後して金融は緩んでいたが、48年4月から政策が引締めに移った。これに続く金利上昇、株価下落(特に48年11月からの石油危機以降はさらに一段と相場下落)により48年下期からは転換社債の発行が落ち込んだ。これに加えて、先に合意された「自主ルール」の運用が混乱したために新規の発行銘柄持ち寄りをストップするという事態も起きた。すなわち、49年4月から6月までの期間は発行希望の出された銘柄から順番に発行させるという「時間優先の原則」がとられていた。このため発行希望をもつ企業としては、転換社債発行を実現させるためには、とりあえず希望表明をしておくことが必要ということになり、4月から6月までに約3300億円もの希望が出されてしまった。そこでいったん希望持寄りを中止し、7月から年内は既希望表明分から発行するのに充てるとともに、それと並行してルールの改正が検討されたのである。改正の要点は、「時間優先の原則」の廃止、発行企業に関する従来からの基準の強化、および評点制による選考基準の新設等である。³⁾

従来からの基準の強化とは、純資産額の最低限度を60億円から100億円に引き上げ、最低発行額を15億円から25億円に引き上げるなどであり、さらに時価

発行増資にならって利益金の最低限度や、時価発行のプレミアム還元の実績考慮なども加えられた。

評点制は、企業規模と企業の収益性から見て最高点を8点とし、評点の高いものから順次発行を認めるというものである。これは一種の格付と考えることもできる。アメリカで行われている格付とは異なるのは(基準が単純であること以外には)、格付の主体が、引受けを行うアンダーライター自身である。もともとアメリカの格付は、アンダーライターでも発行者でもない主体が、客観的に行うからこそ投資家に信用されるのであるから、その意味ではこの評点制だけでは投資家の利益になるかどうかは疑わしい。ところが、この「自主」申合せは証券当局公認のルールである(さもなくば独占禁止法違反であろう)から、投資家から見ると評点(あるいはその反映である発行実績)は、単にアンダーライターの団体が出す推薦度である以上の意味をもちうる。すなわち証券当局の推薦度に近い意味である。したがってこの格付は実質的には証券当局とアンダーライターが共同で実行しているものとみなすこともできよう。

〔注〕

- 1) 『大蔵省証券局年報』昭和46年版, 19ページ。
- 2) 『大蔵省証券局年報』昭和46年版, 19ページ。
- 3) 『大蔵省証券局年報』昭和49年版, 8-12ページ。

3 普通社債

この時期の普通社債の発行方式を特徴づけるものは、やはり昭和30年代同様に起債調整であった。しかし発行条件がやや弾力化されて、条件改訂の頻度が高まった。表3-3は、社債発行条件の改訂回数と公定歩合のそれを比較したものである。30年代には、公定歩合変更5回に対して平均2回しか変更されなかったことになるが、40年代にはその比率が約8割になった。50年代になると(時期の区切り方によれば40年代末から)公定歩合よりも頻繁に改訂されるようになる。

ただし、条件改訂の頻度は確かに増加したものの、志村嘉一が指摘するように、応募者利回りが流通利回りとどの程度連動しているかを見ると、特に金融

表 3-3 社債発行条件改訂回数と公定歩合変更回数

年 度	社債発行条件改訂回数(A)	公定歩合変更回数(B)	(A/B)
昭和30～39	6	16	0.38
40～49	14	18	0.78
50～59	44	17	2.59

(出所) (A)は公社債引受協会「公社債年鑑」、(B)は日本銀行「経済統計年報」より作成。

引締め期に応募者利回りが粘着的で十分に上昇しない状態が49年になっても続いた。¹⁾したがって40年代の金利弾力化といっても需給をクリアするのに十分なほどであったかどうかは疑わしい。それが起債調整のような数量規制を併せて続行する理由の一つでもあった。

そこで、まず40年代にどのような経緯で発行条件が弾力化されたかを見て、そのあと起債調整の特徴を論ずることにしよう。発行者(企業)側は金利が低すぎると起債希望が殺到して起債しにくくなるので、全体としては以前から弾力化を要望していた。43年には経団連の資本対策委員会が発行条件の弾力化を公式に要望した。しかしこのときは直後に輸入インフレ対策と称する金融引締めがあったため実現には至らなかった。続いて46年6月同じく経団連資本委員会が「事業債発行市場の弾力化推進に関する申し合わせ」を行い、弾力化を推進するべく努力することを発行企業と証券会社が申し合わせた。8月にはまず国債、地方債、政保債の条件が改訂され、翌47年2月になるとこの資本委員会は、事業債の発行条件について、応募者利回りの上下0.5%の範囲で利率、発行価格を適宜変更できるようにするという提案を行い、公社債引受協会がこれを承諾した。そしてこれに基づいて3月に事業債の発行条件が実際に改訂されたのである。

形式的には経済団体連合会と公社債引受協会の合意だけで条件弾力化が行われたことになるが、これに対しては当然に証券当局の同意もあったはずである。証券局だけでなく、理財局や日本銀行との調整も含まれていたと考えてよからう。こうした調整を促す契機となったのが世銀による円建債(110億円)の発行である。理財局や主計局は国債の高金利にはねかえることを懸念して低金利での発行を望んだが、証券局は流通市場の実勢に近い金利での発行を主張し結局はそのように決着した(46年6月)。このとき世銀側は当初低金利での発行を望

んでいたが、結局は低金利(高価格)で発行しても流通市場ですぐ値下りしては将来の発行に支障があるのではないかという証券局の意見に応じたといわれる。²⁾証券局としては、いわば外圧を逆用して、流通市場の実勢により近い条件での起債の実績をまず一つ作る事ができたともいえる。

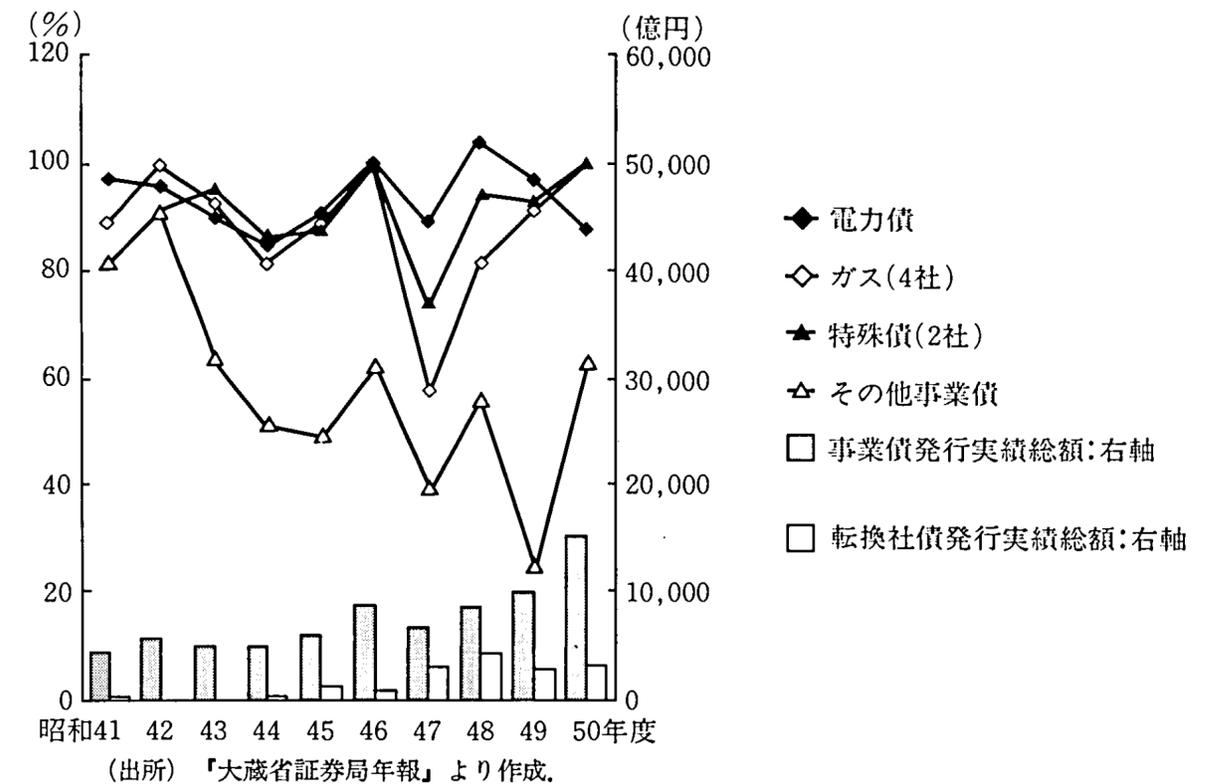
金利以外に、起債の規模や発行のタイミングなどについても弾力化が進んだ。平均起債規模は43年には12億円程度だったものが、その後毎年拡大を続け、49年には実に50億円以上に達した。発行時期は毎月同一月という制限が緩和された(いわゆる起債のスポット化)。償還期間は従来7年であったが、46年6月に初めて発行された円建外債が10年になり、その後国内債も47年7月から10年債が現れた。また起債調整に使われていた格付基準も47年に若干弾力化された。

このように徐々に弾力化が進行したものの、社債は依然として一部の大企業のみが発行できる限定された資金調達手段であり、また全企業の発行合計量について制約があったため依然として起債調整が行われていた。この起債調整には時期によって強弱がある。趨勢的にいうと、40年代は国債の流通価格が下がるのを歓迎しなかった財政当局の意向で社債の量は(発行希望に比べて)少なめに、価格は(流通市場ないし実勢価格に比べて)高めに規制されたといえる。

しかし同じ40年代でも循環的に起債調整の強弱がある。自由化ないし弾力化が主張ないし実行されたのは43年と46~48年であり、これらはいずれも44~46年と48~49年の金融引締めによって後退ないし中断した。つまり金融引締め期に起債調整が強化され、金融緩和期に規制緩和なり自由化が進行するのである。もちろんこれが循環的要因のすべてではない。たとえば昭和47年には、過剰流動性といわれるほどに金融が緩和し、その意味では起債が増えるはずの年であるが、起債実績は年度始めの起債希望を大きく下回っている。これは起債調整のせいではなく、前項で述べたように株高で資金調達が転換社債や増資にシフトしたことと、ニクソン・ショックと変動レート移行による設備投資停滞により年度始めの起債を希望するケースが多かったためである(図3-21および図3-22参照)。

こうした短期的な変動を考慮したうえで、なお起債調整の強弱を決める循環的要因は主に金融政策であるということが出来る。こうした循環的要因を軽視して、40年代の社債発行は国債、金融債優先により事業債が圧迫されたのが特

図3-23 起債希望達成率と発行実績額



徴であるとみなすのは危険である。

次に、金融政策と起債調整の連動についてであるが、銀行貸出について数量的な規制があるときに、事業債の発行だけを自由化(裁量的な数量制限をしない)すれば単にループホールになってしまうと金融当局は考えていた。したがって上述のように発行条件のほうは弾力化しても、数量制限は残さざるをえない面はあったといえる。その意味で起債調整はマクロ的な金融政策の面と、産業別の傾斜的(差別的)な資金割当政策の面との両方をもっていたのである。そして特に金融引締め期には両方の面が揃って現れるので起債調整は特に差別的になり、たとえば電力債の起債実現率のほうが一般事業債のそれよりも目立って高くなる。このためグラフでも44~45年と48~49年において電力債とその他(ガス、特殊会社も除く)事業債の実現率の差が極大になるのである。^{3), 4)}

〔注〕

1) 志村嘉一「公社債発行市場—起債市場の弾力化すすむ」(有沢広巳監修『証券百年史』, 昭和53年, 日本経済新聞社, 353ページ)。

2) 志場喜徳郎口述「昭和44~46年の証券局行政」(大蔵省資料Z108-7-3)。

682 第3章 昭和41～49年—免許制移行から石油危機まで

- 3) ただし、電力債の起債希望額は、電気事業連合会での調整を経ているのに対して、一般事業債の起債希望額は単に各社の希望を積み上げただけであるという違いがある。事前に調整をするのは、調整すれば満額実現するという見込みがあるからとも考えられる。いずれにせよ、この違いは金融引締め期に両者の差を拡大する方向には作用しないであろう。
- 4) 「あの48年は物価が2割も上がり、金融引き締めになって、量的調整も行なわれ、金利も公定歩合が確か9%になったりで締めておったもんだから、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きな問題だった。(中略)大体、鉄鋼などは後回しにしようというので、新日鉄や住金などの50億とか80億とか百億の単位で言ってくる分を翌月回しなどにして鉄屋さん以下には恨まれた。なに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記憶がある……。」(高橋英明口述「昭和48～49年の証券局行政」(大蔵省資料Z108-7-3))

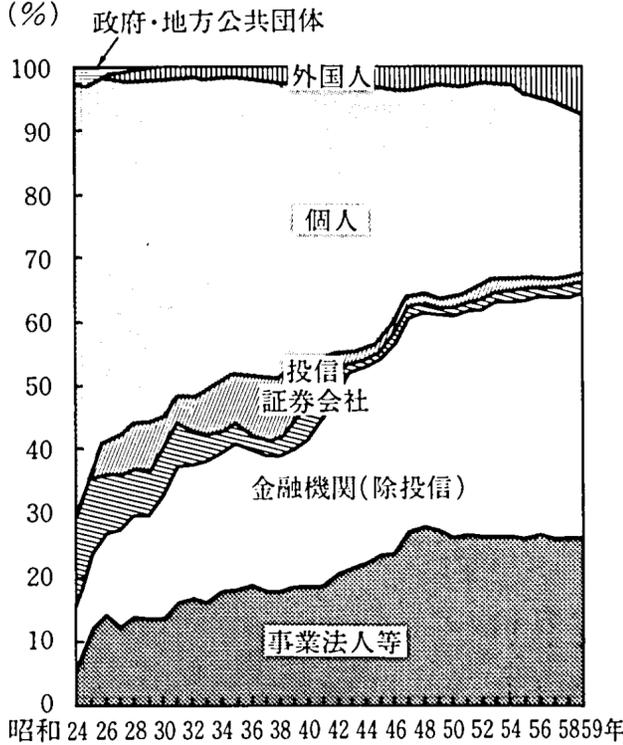
4 株式の持合い(法人化現象)

図3-24は、昭和24年から59年までの各部門の持株比率の推移である。40年代を通して見ると事業法人と金融機関が急速にシェアを増し、個人が下げているのが読み取れる。また前後の時期を見ると、まず30年代後半の証券不況期にも横ばい状態があるが、それ以前の時期にはやはり同様の傾向が見られる。また逆に50年代については、金融機関はなお緩やかにシェアを伸ばしつつあるが法人のシェアは横ばいになる。

このうち、広義の金融部門がシェアを伸ばす現象は機関化現象ともいわれ、たとえばアメリカでも見られることであり、これはガーリー=ショーのいう金融仲介の高度化ないし「金融の成熟化」の現れという面をもっている。すなわち直接に個人が株式を保有するだけでなく、金融仲介を経た間接証券をもポートフォリオの中に入れることで、個人(ないし究極的貸手)の資産運用が多様化される過程である。この限りでは50年代(以降)に個人の持株比率が下がっていることは(事業法人の比率が横ばいなので)金融の成熟化の現れであるともいえよう。

ところが40年代までは、金融部門だけでなく事業法人等の持株比率も上昇している。このようないわゆる法人化現象を生み出した原因はいくつか考えられるが、まず外部的な要因としては、20年代については24年と28年の独占禁止法

図3-24 昭和24～59年の株式分布(全国上場会社)



(出所) 東京証券取引所調査部「東証要覧」のデータより作成。

改正(株式保有規制緩和)、そして40年代の資本自由化が挙げられよう。ここではまず資本自由化について見ておこう。

昭和39年4月に日本がOECDに加盟し、42～45年の間に、全産業について70～80%の資本自由化を図ることが目標として設定された。この資本自由化によって、海外からの資本が流入し、日本企業のかなりがテークオーバーされてしまうのではないかと経営者(および通商当局や労働者)は警戒した。そこで法人同士で互いの株式を持ち合っ、それを売却しないようにいわば相互に保険をかけたのである。特に、外資の流入が多いと当初予想された石油、自動車、総合商社、金融、海運、航空、通信などの業種においてはとりわけ早いペースで安定株主が増やされた。

ただし、あまりに大口の安定株主が多いと上場基準を満たさなくなるので、これをクリアする必要があるときにそのつど一度は市場に売ってもらうが、高くなって個人などが再び利食いで売却したときに、市場から買い入れてもらう

といった工夫も合意のうで互いに行い合っていたといわれる。

証券当局が資本自由化に関連して行った政策としては、昭和45年12月14日証券取引審議会報告「企業内容開示制度等の整備改善について」の第3部で提案され、46年に実施された株式公開買付届出制度の創設がある。これは、実際に起きてしまう前に TOB の行政側からの受け皿を作っておこうという意図であったと思われるが、実際には TOB が公認されたものと誤解されて一時物議をかもした。通産当局も当初は反対したが、TOB の届出があった時点で大蔵省から事前に情報提供を行うことで合意した。¹⁾ 産業界が誤解したのは、以前から法的には可能であった TOB が単に届出制になったにすぎないのを、これによって証券当局が TOB を初めて公認したのと考えたからである。この誤解自体が、それまで TOB が日本において珍しかったこと、そして外資の流入によって将来 TOB が頻発するのではないかと日本企業の経営者が非常に警戒していたことの両方を反映しているといえる(実際には40年代に発生した TOB は沖縄電力ほかごくわずかであった)。

資本自由化のほかに40年代の法人化現象を説明する要因としては、山一事件の後始末で日本証券保有組合がもっていた凍結株が放出されるとき、市場に売却されたのではなく、金融機関などにはめこまれたこと、および40年代後半の過剰流動性などを挙げる事ができる。²⁾

しかし、実はこれら三つの要因はいずれも40年代に固有のものであり、ある意味では20年代から続いてきた法人化現象を統一的に説明できるものではない。³⁾ その解明は法人化現象の進行が停滞した昭和50年代以降の分析を行うことでなされるのではないと思われる。

〔注〕

- 1) 志場喜徳郎口述「昭和44～46年の証券局行政」(大蔵省資料 Z108-7-3)。
- 2) 蠟山昌一「株式保有の法人化現象」(有沢広巳監修『証券百年史』, 昭和53年, 日本経済新聞社, 372ページ)。
- 3) 他に、自社の株価を高水準に維持することが経営者の利益になるので、流通する株式を少なくするために互いに持合いを行ったという議論もある(例えば、奥村宏『法人資本主義の構造』, 昭和50年, 日本評論社)。しかし流通する株式が少ないことがなぜ株価を高くするかは自明ではない。

第4節 証券市場のインフラストラクチャーの整備

1 株価形成, 取引の公正化

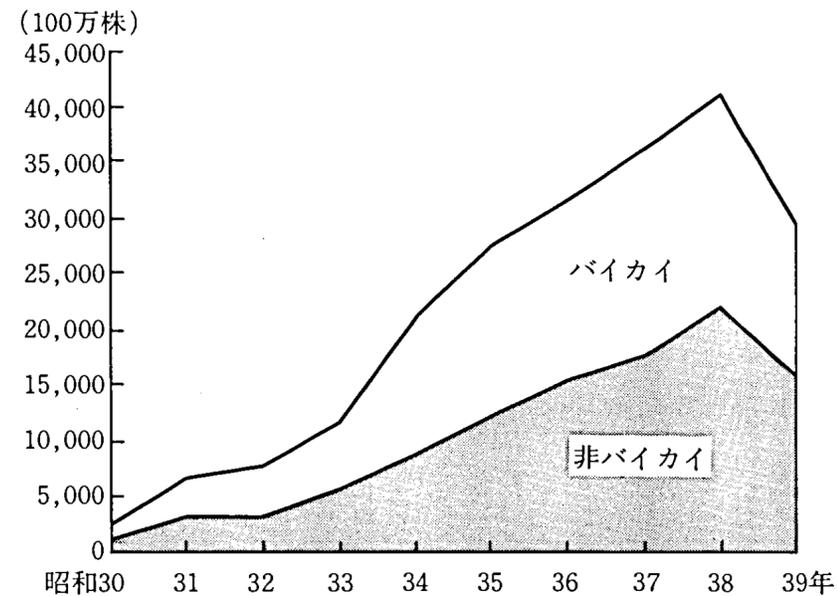
(1) 大量売買制度の改革—バイカイからクロスへ

昭和30年代後半に、証券会社の営業政策上重要な役割を果たしたバイカイは、昭和42年10月に廃止され、代りの大量売買仕法としてクロスが用いられるようになった。バイカイが廃止されるに至った最も大きな理由は、取引所集中主義とバイカイの矛盾である。すなわちバイカイとは、売方と買方が同一証券会社(証券会社)であるような売買取引のことであり、実質的には立会場外取引の一つである。42年に廃止されてしまった制度ではあるが、取引の電算化が進む今日の観点から見ると、かえって取引所の役割について示唆するところが多いと思われる。以下、バイカイの種類、沿革、弊害、規制について述べよう。¹⁾

戦後の取引所再開のとき株式については厳格な取引所集中主義が採られた。このとき例外的に認められた場外取引の一つが PO 取引である。PO 取引とは、private offering の略で、顧客の大口注文が相場に大きな変化をもたらす恐れがあると取引所が認める場合に、取引所会員業者自ら顧客の相手方となって行う場外取引である。当初は利用者が少なかったが、26年に投信が再開されるに至って利用度が高まり、20年代末で場内取引の3割前後に匹敵する規模に達した。そこで市場集中主義に反するとの批判が高まり、規制が敷かれた。これにより PO は激減したが、反対にバイカイに乗り換えるという現象も生じた。以後、30年代の証券会社の大量推奨販売の展開とともにバイカイの利用は増えつづけた(図3-25参照)。

ではバイカイは大量推奨販売にどのように利用されたかを見よう。証券会社が、「推奨」銘柄をあらかじめ大量に仕入れておいて、これを短期間に顧客に売り捌く。このとき証券会社から顧客に売るときにすべて市場を通して行くと、短期間に特定の銘柄について売り注文が出ることになり、推奨販売の最中に当該銘柄が値下りしてしまう恐れがある。顧客からの買い注文(もちろんそれは証

図 3-25 東証総売買高に占めるバイカイ



(注) 株数は片道計算。

(出所) 東京証券取引所調べにより作成。

券会社側の「推奨」によるところが大きい)は、委託注文であるから、ブローカーたる証券会社は本来ならこれを取り次いで市場に買い注文を出す。ところが、証券会社がこの買い注文に対してディーラーとして自ら売り向かえば、顧客からの買い注文を市場に出さずにすむ。これが仕切りバイカイである。売買の価格は、市場で直近に成立した価格をもってこれに充てる。

この説明から明らかなように、仕切りバイカイは、証券会社がブローカーとディーラーを兼業していることが決定的に重要な前提である。「本質的には、業者の自己・委託両業務兼営の事実と市場集中主義の要請との間に架けられた擬制の橋」²⁾であるともいえる。

仕切りバイカイのほかに、顧客同士の委託売買を付け合わせる(マッチさせる)付け合せバイカイがある。これも実質的に場外取引である点は同じだが、証券会社が自己勘定で売買するわけではない。どの顧客とどの顧客の注文をマッチさせるかは、取引所と違って、時間優先ではなくむしろ自社優先になる。この点は実は仕切りバイカイでも同様であり、後述するように、バイカイに対する批判の主要な論点となる。

仕切り・付け合せバイカイとその他のバイカイが、主にどのような目的で行われるか、列挙しておこう。³⁾

顧客A対顧客B

＝委託売買同士の付け合せバイカイ(「東証業務規定」第35条)

＝顧客からの売付け委託と顧客からの買付け委託を付け合わせる。

- ・店内での出会い
- ・証券投信のユニット間、ユニット・オープン間の組入株式の移動。
- ・事業法人間(系列間や安定株主)、事業法人・金融法人間(政策投資など)の株式移動。
- ・機関投資家、大口個人投資家を対象にする大量売買の付け合せ。
- ・発行会社の依頼による株式分布改善のための大口売付けと小口買付けとの付け合せ。

顧客対証券会社

＝仕切りバイカイ(同第36条)

＝顧客からの委託売買と証券会社の自己計算による売買の付け合せ。

- ・相場観による買い向い・売り向い
- ・支店から集まってくる委託注文を事務処理上の理由からそのまま市場に出さず、買い・売り向かって処理。
- ・顧客の要請または当該幹事証券会社としての立場から自己向いする。
- ・計画販売のためにあらかじめ手持ちしていた大量株式を、顧客に売り付ける場合および当該銘柄の売付け委託に買い向かう場合。
- ・機関投資家その他の大口投資家の大口注文に対し、自己が相手方となる場合。
- ・証券会社の決算対策のために系列会社などの間で商品有価証券を移動。
- ・過誤訂正。

同一顧客同士

- ・信用取引での利抜き＝キャピタル・ゲインの実現
- ・信用取引の更新
- ・手持ち株を証券金融会社の名義にするために売り(現物)と買い(信用)を同時注文

同一証券会社同士

- ・手持ち株について貸借取引を利用して金融を付けるため、売付け(現

物取引)と買付け取引(貸借取引)とを同時に執行する場合、=値付けバイカイ

- ・値付けバイカイ=売買が間欠的にしか行われぬ銘柄について、自己の意図した価格を付けるために行う。市場性のない株式の担保力を付けるため等に行われる。

さて、こうしたバイカイに対しては、証券会社の側は営業上大いにその便利さを享受したが、バイカイ付出しの前後に価格操作が行われやすいとか、直近の価格ではなく過去の任意の市場価格によることも可能であったという批判が絶えなかった。30年代の数回にわたるバイカイ規制はこうしたマイナーな点の改善が目的であって、そもそもバイカイが集中主義と矛盾するのでいずれはこれを廃止する、といった観点からの規制ではなかった。

昭和41年9月14日証券取引審議会報告「取引所取引のあり方について」は、バイカイのいくつかの短所を挙げて、バイカイ廃止を打ち出した。上に挙げたような価格操作などの問題点に加えて、

- ・実質的に場外取引であって、取引所集中主義に反する
- ・特に仕切りバイカイについては業者と顧客との利害相反がある
- ・付出し方式のときは委託された注文を、業者の判断のみによって自己のディーラー部門に優先的に直結せしめることになる

などを指摘し、「バイカイはこのような観点から根本的に改められるべきであり、いわゆるつけ商いの慣行もバイカイと同様その是正が必要である」と結論づけたのである。

これを受けて42年10月からバイカイが廃止されることになった。バイカイに代わる大量売買制度として当初、立会場大量売却・取得などが創設されたが、自己売買による調節を全く認めない制度であったためほとんど利用されなかった。そこで、バイカイから自店優先を取り去り、競争売買に参加する形の付け合せが考え出された。これがクロス商いである。たとえば自店の顧客からの買い注文と自店のディーラー部門の売り注文を付け合せたい場合、従来のバイカイであればそのまま直接取引が可能であったが、クロス商いでは時間優先が自店優先より上位にあるので、売りや買いの注文を市場に出したときに応じてきた他店を入れなければならない。そのうえでなお当初の委託注文に余りがあ

れば初めて自店の委託注文や自己売買と付け合わせる事が許されるのである。他店に買われ(売られ)てしまう部分は、自店から見れば、ないに越したことはない分という意味合いからであろうか、「犠牲玉」とよばれる。バイカイ廃止によって付け合せ取引そのものが激減したのも、⁴⁾この犠牲玉に代表されるような、証券会社の営業への制約が増したからと考えられる。

こうしてクロス商いへの移行によって大量売買方式の改革は一応落ち着いたが、しかしバイカイの功罪の論議の中には、バイカイ自体の評価にとどまらず、ディーラーとブローカーの兼業の問題点や市場(取引所)集中主義の是非といった本質的な論点が含まれていた。これらは今日的意義をもつ問題である。たとえば後者に関連して、取引の電算化ないしシステム化が進行すれば、バイカイやクロス取引といった仕法は不要になるのかどうかといった問題がたてられる。

(2) ディスクロージャー(企業内容開示)強化—昭和46年の「証券取引法」改正と49年の「商法」改正

第2章でも触れたサンウエーブ(昭和39年)、山陽特殊鋼(40年)の倒産は、単に社債などのデフォルト事件であるにとどまらず、決算の粉飾事件でもあった。大蔵省はこれに対応して、40年に監査実施準則の整備と行政審査の強化を、41年には監査法人制度の導入と「公認会計士法」の改正などの対策を行った。同時にディスクロージャー強化のための「証券取引法」改正と「商法」改正の準備を並行して行ったが、政治的な事情などから、結果的には改正の実現は証取法が先に46年に、商法は49年になった。この間日本テレビの粉飾事件(44年12月)、三共製薬の逆粉飾事件(48年1月)、三光汽船の粉飾事件(48年2～3月)などがあつた。

証券取引審議会は昭和45年報告「企業内容開示制度等の整備改善について」(昭和45年12月14日)を提出し、これに沿った方向で比較的スムーズに法改正が行われた(昭和46年3月3日法律第4号)。改正の主な内容は、有価証券報告書の提出義務の強化、有価証券報告書の虚偽記載に対する損害賠償責任の明確化、同罰則の強化、および有価証券の公開買付け(TOB)の事前届出制の導入などである。国会審議での質問は、役員が粉飾決算にいわば並び大名で判を付いたような場合の賠償責任の如何などについてが主であった。

これに対して「商法」改正の方は紆余曲折があった。たとえば監査役監査と公認会計士監査の間の調整問題、公認会計士と税理士の間の職域闘争などがあり、「証券取引法」の改正に遅れをとっていた。しかしこの間に不正事件が続発して世論が監査制度改正を促したことも手伝って、49年に成立した。これによって証取法と商法の両方から監査を支える体制ができたのであるが、もともと第三者監査である証取法上の監査と、企業内部監査である商法上の監査を連関させることへの批判もないではなかった。

(3) 不正事件防止

上述のバイカイ廃止やディスクロージャー強化も、株価形成の公正さを保つための政策といえるが、昭和47～48年の株価上昇期に不正事件が続発し、予防策や監視体制について世論の関心が集まった。しかし殖産事件のようなインサイダー取引については、はっきりした予防措置が講じられるのは昭和60年代になってからであった。また、協同飼料事件などのように時価発行に関連した不正事件も発生したが、時価発行のプレミアム還元措置は、前述したように、こうした不正に対する一般投資家の不満に金銭で応えるという政治的な側面をもっていた。

不正事件に関連して取引所の監視機能が十分に発揮されているかどうかは証券取引審議会などで論議された。そもそも会員組織である取引所や、業者団体である証券業協会の自主ルールに、強い監視機能を期待できるかどうか疑問視する声も古くからある一方、アメリカでは自主ルールが、業者同士の相互監視(違反を発見した場合は密告)を通じて強く働いているという指摘もあった。こうした問題は48年春以降に証券取引審議会に諮られた。

(注)

- 1) 「株式の取引所取引におけるいわゆる“バイカイ”について」(昭和40年11月24日証券局)、「いわゆる「バイカイ」について」(昭和40年10月7日東京証券取引所市場部)、「バイカイの現状」(昭和40年10月8日東京証券取引所市場部)、「バイカイ利用の諸形態」(同上)、「バイカイの執行状況」(同上)、「取引所取引のあり方について」(昭和41年9月14日証券取引審議会中間報告)。
- 2) 「株式の取引所取引におけるいわゆる“バイカイ”について」(昭和40年11月24日証券局)。

- 3) 「いわゆる「バイカイ」について」(昭和40年10月7日東京証券取引所市場部)、「バイカイの現状」(昭和40年10月8日東京証券取引所市場部)、「バイカイ利用の諸形態」(同上)、「バイカイの執行状況」(同上)。
- 4) バイカイ廃止直前の1年間では東証第一部の総売買高2921億株のうち42.7%に当たる1249億株が付け合せによるものであったのが、廃止後の1年間は19.9%、次の1年間は15.9%へと急減した(『大蔵省証券局年報』昭和44年版、5ページ)。

2 公社債市場の整備

昭和40年代の公社債市場国債は40年から発行されはじめたが、その後41年からの予想外の景気回復などで発行額がいったん減った。再び大量に発行されるに至るのは、前掲図3-8からも読み取れるように昭和46年以降であり、もう一つの節目が50年である。

しかし国債に関することからは、当初は証券当局の直接与かるところではなく、基本的には理財・主計当局マターであった。国債の流通価格を事実上決定していたのも、理財局国債課である。証券取引審議会でも公社債市場については戦後何度も審議されており、40年代に入ってから「公社債市場のあり方からみた国債発行の諸問題について」(昭和40年11月11日)、「当面の社債市場のあり方について」(昭和41年4月11日)、「社債市場について」(昭和43年9月19日)などの報告・答申が出された。しかし社債市場は金融政策や銀行行政とも関係し、国債は理財と関係するので、報告・答申の内容はなかなか実現されなかった。社債と公共債とを分離せず、公社債市場を全体としてとらえ、しかも実現を意識して審議されるようになるのは、48年の「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」(昭和48年2月5日)以降である。

48年の答申に向けての審議は46年11月から開始され、次に列挙されるような条件が揃っていたために、根本的なことがらを議論せざるをえなかったと思われる。

- (1) 時価発行増資・転換社債の盛行、事業債発行方式の変化
- (2) 金融緩和期であり、固定金利から脱する好機でもあった
- (3) 機関投資家や銀行に金融資産が蓄積されてきて、それが有価証券投資に向かうという圧力

- (4) 次第に国債や政保債の発行が増えていくという予想
- (5) 金融資本市場の国際化
- (6) 有価証券による資金調達増加の兆し

より詳細な制度改革提案は、後の「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」（昭和52年10月18日基本問題委員会の証券取引審議会への報告）などに持ち越されることになるが、しかし当時としては証券局所管の証券取引審議会に理財局長が出席して説明するという一つでも前例のないことであつたし、垣根問題や4社寡占論もこのとき初めて公然と議論された。また、日本興業銀行などの役割についても、それまで受託といいながら引受けをも実質的に行っていたと自他ともに認めていたのが、爾来は受託にすぎないことが明確化されたといったことも小さからぬ変化であつたといえる。

他局との合議が特に重要であつたものとして、「証券取引法」第65条問題に関連するいわゆる3局合意がある。富士銀行系の海外現地法人と山一証券系の海外現地法人とが、キヤノンの起債の商談を競い合つて、このときは富士系が引受けを担当することになった。これ以前には銀行系法人の海外での証券引受は東京銀行と興銀が行っていた程度であつたが、以後各地に都市銀行が外国のアンダーライターと共同で引受会社を作りはじめたので、銀行、証券、国際金融の3局が申合せを行い、引受けについては証券系の優位を申し合わせたのである。

昭和財政史—昭和27～48年度
第10巻 金融(2)

1991年3月29日 発行

編者 大蔵省財政史室

発行者 中島資皓

発行所 〒103 東京都中央区日本橋本石町1-2-1 東洋経済新報社

電話 編集03(3246)5661・販売03(3246)5467 振替 東京3-6518

印刷・製本 東洋経済印刷

本書の全部または一部の複写・複製・転載および磁気または光記録媒体への入力等を
禁じます。これらの許諾については小社までご照会ください。

©1991〈検印省略〉落丁・乱丁本はお取替えいたします。

Printed in Japan ISBN 4-492-81410-8