

証

券

第一章 占領軍の証券制度改革

第一節 戦時下の証券市場

強力な戦時経済統制のもとで、証券市場もその自由な機能を發揮することは許されなかった。昭和一六年一二月の開戦と同時に、それまで沈滞していた株式市場はにわか⁽¹⁾に活況となり、株価の上昇、売買高の増加が顕著で、ブームの観を呈した。株式市場統制は、まず第一に開戦直後の「株式価格統制令」の改正（昭和一六年一月一五日勅令第一〇九号）によって株価の最高値を規制することによって開始された。この「株式価格統制令」は昭和一六年八月に公布されたもの（昭和一六年八月三〇日勅令第八三四号）で、当時の株価低迷に対処して戦時体制下の経済運営、企業活動の円滑化を目的に株価の最低価格を公定しようというものであった。したがって、開戦後の改正は逆に最高価格の公定を可能にした点で、必要に応じて株価が上下一定幅の範囲内に固定されるという、株価統制の徹底化を意味した。

第二に、翌一七年二月の株式清算取引所得に対する課税の新設について、四月一八日には戦時金融金庫が設立された。前者は、株式の投機的取引である清算取引によって生じた売買差益（いわゆるキャピタル・ゲイン）に課税する

ことによつて投機取引を抑制し、株価統制の実をあげようというものであった(「所得税法中改正」昭和一七年二月二三日法律第四七号)。一方、戦時金融庫は、戦時産業資金供給を主たる目的とするものであったが、同時に昭和一六年三月に株価操作機関として設立された日本協同証券株式会社の業務を受けつぐもので、戦時経済下の株価統制を強力におしすすめる目的のものであった。⁽²⁾

開戦と同時に活況を呈していた株式市場は、昭和一七年末からしだいに低迷の度を深めた。戦局の悪化と株価統制の強化が背景をなしていた。とりわけ増資新株割当て制限⁽³⁾という形での統制強化は、増資に伴う株主へのプレミアム供与を制限することになったから、市場低迷に一層拍車をかける結果となった。同時に一八年四月以降、伝統的な投機株式であった取引所株について清算取引が停止されたのはじめ、大幅な取引機構の改革が実施された。その中心改革は「日本証券取引所法」(昭和一八年三月一日法律第四四号)に基づく取引所の改組であった。戦時体制に対応し、一部政府出資(四七三万八千円)による単一取引所の設置がそれである。各取引所を統合した資本金二億円の日本証券取引所は、株式の公正な価格形成と価格の安定化、流通の円滑化を目的として、昭和一八年七月一日に開所され、同時に清算取引を東京、大阪市場に限定し、短期清算取引を廃止するなどの売買取引上の方法の変更、相場基準、手続の厳格化等が実施された。⁽⁴⁾ これらはいずれも過度な投機取引を排除し、不生産的投機に大量の資金が投下されるのを防ぎ、軍需産業へ資本流入が順調に行なわれることを目的とした資本市場の改革をねらったものである。

このような証券市場に対する戦時統制の全般的強化が、自由な市場機能の展開を妨げる一方、企業業績も戦争の長期化に伴って、全体的に悪化の一途を辿ったことから、株式市場の不振は一層深刻の度を強めていった。こうした状況に対して、戦時金融庫の株式買支えをはじめ、金融、課税上の特別措置、取引諸制限の緩和、撤廃など、証券市場全般にわたる強力な救済措置がとられざるをえなかった。しかし、敗色を濃くした戦局とたび重なる本土空襲によつて株式市場は不振をきわめた。そればかりか、取引自体がしばしば中断されるという状況のもとに、ついに二〇年八月一〇日には取引所が閉鎖されることになった。

債券市場も株式市場同様、戦時資金統制によつて重点的な起債計画のもとに置かれていた。国債はもとより戦時体制の進展に伴って拡充された特殊会社、営団等、政府関係機関の発行する債券が重点的に発行された結果、一般会社の社債発行額はむしろ制限されざるをえなかった。また、戦時インフレが進行する状況のもとで、債券投資に向かうべき投資資金の形成はむしろ阻害されたから、起債需要の増大にもかかわらず、公募は相対的に縮小する結果となった。国債の日銀引受けをはじめ、特殊会社債、営団債等は預金部引受けに多くを依存せざるをえなかった。昭和一八年以降も戦局の拡大によつて債券市場の不振、とりわけ消化の不振が目立った。これに対して一方で制度上の改革をすすめて、起債についても重点主義を強化して起債希望額の圧縮と資金割当てが実施された。

(1) 開戦直前の株式市場の沈滞は、昭和一五年四月に「利潤統制要領」の発表という戦時統制の強化と、他方では、日独伊三国同盟の締結、あるいは英米仏等の対日資産の凍結等、国際政治・経済等の諸情勢が、戦争勃発の方向を示唆するという心理的不安を強めていたことに大きく原因していた。

(2) 日本協同証券株式会社は、証券市場が戦時下の軍需産業企業に生産拡充のための資金供給を円滑に行なうべく、株価操作機関として設立されたもので、興銀出資を中心に、資本金は五〇〇〇万円であった。昭和一五年九月、同じ株価操作機関として設立された日本証券投資会社の機能を実質的に継承したものである。

(3) 昭和一八年四月、川崎重工業の増資を皮切りに、その後一九年五月に廃止されるまでの一年間、各社の増資に適用されたもので、倍額以上の増資分については、プレミアムを付した価格で株主に割当てを行なうか、公募することとされた。これは額面価格で株主割当てを行ない、プレミアム分を事実上株主に還元するという従来の増資方法を部分的に制限するもので

あったから、増資期待による株式売買の活況に水をさすものであった。

(4) くわしくは、『東京証券取引所二〇年史』昭和四九年、七八―七九ページ参照。

第二節 証券取引所の閉鎖

すでに終戦前八月一〇日から閉鎖されていた取引所は、戦争終結を機に再開に向かって活動を開始した⁽¹⁾。終戦直前の清算取組や、受渡未済分の後始末が行なわれた。取引所再開への動きが他の経済諸部門の再建に先駆けてみられたのは、物的資本が破壊され、生産再開がきわめて困難であった状況のもとでも、有価証券売買という国内流通部門においては、業務を開始できる条件が備わっていたことと、経済混乱の中にあつて、株式、債券等は現金化、換物化を目的とした売り需要が相当根強く存在していたからである。

このような状況の中で、政府は取引所再開の方法について証券界に意見を求めた。これに対し、東京取引員組合が二〇年九月二〇日政府に提出した意見は次のようなものであった。⁽²⁾

- (1) 再開の時期は一〇月一日とする。
- (2) 海外株、軍需株を除き約七〇〇の銘柄につき、実物取引のみを行なう。
- (3) 実物取引の受渡しは五日以内とする。
- (4) 八・九価格の上下二〇％を超えない範囲内の売買に限る。
- (5) 一定買い指し値の買い操作または戦時金融金庫、日本証券取引所等による買い出動は原則として行なわない。

これについて津島寿一大蔵大臣は、九月二五日、取引所再開を閣議に報告したうえ、⁽³⁾翌九月二六日、一〇月一日を期して広島を除く全国の取引所を再開する旨の次のような談話を発表した。⁽⁴⁾

証券市場は八月十日以降立会停止中であつたが、政府は諸般の情勢を考慮し、株式の闇相場発生を阻止して公正なる株価の形成を図り、経済の復興及人心の安定に資する為、十月一日を期して全国各市場（広島を除く）を再開し、差当り所謂海外株、外地株等を除く銘柄に付き実物取引のみを行ふことに決定した。

不当なる株価の変動に依り経済界に悪影響を及ぼすが如き虞れある場合には随時適宜の措置を講ずる所存であるが、戦時中行つてゐた一定指値の買操作の如き方法に依ることなく、取引所及関係者の自律的調整に依つて公正なる株価の形成と適正なる市場の運営とを期待する次第である。取引員並に一般投資家は事態の現状を充分に認識せられ今次市場再開の趣旨を了得し投機的取引に走らざる様自粛せられんことを切望して止まぬ。

しかし、この発表に接して司令部経済科学局 Economic and Scientific Section は、日本政府宛にただちに左の覚書「証券取引」（昭和二〇年九月二十五日 SCAPIN-159）を出した。

貴政府は証券取引所、商品取引所または類似施設の開設、再開について、あらかじめこれら施設の運営計画を最高司令部に提出し、その承認をえるにあらざれば許可されざるものとす。

覚書自体はきわめて簡単なもので、証券取引所、商品取引所の再開には司令部の許可が必要であることを示したものであつたが、その日付は九月二十五日とされていた。実際に大蔵省がこの覚書を受けとつたのは、大臣の取引所再開の談話発表後のことであつた。

事実、証券市場をめぐる情勢はきわめて不確定な要素が多く、拙速な再開はかえつて取引の混乱を招くおそれなかつたとはいえない状態であつた。まず、司令部自体に確固たる証券市場政策があつたとはみられないからである。占領軍の証券市場改革案が、すでにこの時点で用意されたか否かは、資料的に定かではない。しかし、すでに戦争当初から日本の占領を予期して日本経済の実情、特徴等を調査した報告書の中にも、証券市場に関するものは見当たらない。

金融制度については銀行に関するものが主であつて、証券市場に関する叙述はほとんどない。占領軍が戦前からの日本の証券市場についてアメリカのそれとの対比で十分な知識をもつていたとは考えられないのである。金融制度全体については、アメリカ式の長短金融の分離という基本方針でのぞむという程度の構想はもつていたにしても、したがつてまた、基本的にはアメリカの証券制度を導入するという政策構想ではあつたにしても、占領初期のこの時点では、具体的に日本の証券市場をどのように改革していくかという点については、ほとんど検討されていなかったとみるべきであらう。

以後、「証券取引法」の制定——のちに、あらためてふれる——にいたる二年近くの期間、現実には取引所によらない株式売買が行なわれていたにもかかわらず、また、大蔵省から再三にわたり取引所改革、再開の要求が出されたにもかかわらず、司令部は、政府、証券業界等に対して、証券取引あるいは取引所のあり方について、何ら具体的指示、命令を出しておらず、取引所再開を時期尚早と考へていた。この間の事情をやや立ち入ってみると次のようになる。

大蔵省は昭和二〇年二月七日付司令部経済科学局宛文書で「取引所再開」（LO-39）について要請した。⁽⁶⁾その内容は二月一五日から広島を除く全国の取引所を次のような条件のもとに再開させて欲しいというものであつた。

①さしあたり実物取引市場のみにかぎる、②取引される証券は特定の銘柄に限られる、⁽⁷⁾③取引の決済はさしあたり約定日より一〇日以前とする、④投機的取引を禁止し、決済日を遵守させるため、「取引監督委員会」を設置する。委員会のメンバーは、取引所理事長が業者ならびに日本証券取引所役員、係員から選出する。

さらに同月一〇日にも、大蔵省は「取引所改革」（LO-58）について経済科学局に文書を提出している。⁽⁸⁾その内

容は二月七日付書簡に関連して、金融制度調査会の第五部会に取引所改革案の作成を検討させ、それにもとづいた取引所改革法案を次期国会に提出したいというものであった。

みぎのような日本側の要望に対して司令部は、取引所再開を許可する意向のないことを明らかにしてきた。このこととは、大蔵省の経済科学局宛二月二日付「取引所再開」(L〇〇一〇九)と題する書簡から明らかである。⁽⁹⁾この書簡の冒頭に「……二月七日付『取引所再開』と題する書簡についての貴司令部との話合いの結果、われわれは貴司令部が目下のところ、現日本証券取引所が民主的性格のものに改革され、新しい自由な市場が組織されるまでは、証券取引所の再開を認める意思のないことを理解いたしました」とある。こうした司令部の方針に対して、大蔵省は同書簡の中で、再度、取引所再開に踏み切って欲しい旨の要求を行なっているのである。

このような日本側の強い要求に対して、司令部は結局何らの具体的回答を行なっていない。取引所再開について時期尚早であるとの意見は、次のメモからも明らかである。すなわち司令部の参謀長 Chief of Staff から経済科学局にあてられた二月四月一五日付メモは、次のように述べている。

1 日本国証券取引所の再開は、目下のところ前向きには (Favorably) 考慮されていない。

2 日本国証券取引所の再開は、経済復興計画の確定、憲法の制定その他、日本の将来に関係する政治問題の解決等、大きな問題が解決されてから行なうべきで、時期尚早である。

また、司令部内には、取引所閉鎖により事実上行なわれている集団取引の規制は日本の国内問題であり、司令部は関与すべきではないという考えがあった。二月七月二六日付の民政局 Government Section の経済科学局宛メモ⁽¹¹⁾は、次のように述べている。

I 民政局は、日本政府宛のメモ案において、証券の取引と移転を規制する委員会の設立を命令することについて、次の理由により賛成できない。

a 日本人投資者の保護および証券引受業者、ディーラー、ブローカー等に関する業務上のモラルの高揚等は純粋に日本国内部の問題であって、占領目的とはほとんど関係ないことである。

b 司令部が命じている特定証券の売買禁止ないし制限を実施するのに、司令部の指令による証券取引委員会の設立は必要ではない。これら命令の実施は日本政府の責任であり、そのために日本政府がどのような手段を講ずべきかは、純粋に国内的行政問題であり、占領軍によって詳細に指示されるべきではない。万一、指令部の命令に対する忌避、違反が発見された場合は、日本政府関係者の責任である。

2 司令部の指令の実行をチェックする目的のためには、日本政府に適切な報告の提出を要求し、日本政府にはこの目的のためいかなる機構が有効かを純粋に国内的な行政事項として決定させることで充分であろう。

また、当時の証券市場をめぐる客観情勢は、財閥解体、賠償問題、金融制度改革等々未解決の問題が多かった。とりわけ、次項でふれる財閥解体―財閥持株の一般公開は、証券市場と密接な関係をもつ問題であっただけに、その基本をなした経済民主化政策自体がようやく開始されたばかりの時点では、具体的に証券制度に関する基本方針なり具体案が出されるには、事態はあまりに流動的であり、かつ混乱をきわめていた。

(1) 昭和二〇年八月一〇日、大蔵省は取引所の立会い停止を命じたが、この時点で清算取引の取組みは約六九万株、実物取引の受渡し未済分は約一一三万株に達していた。このため、終戦直後の八月一八日には、取引所はみぎの建玉整理を行なうことを決定した(『東京証券取引所一〇年史』、八三―八四ページ)。

(2) 『東京証券取引所二〇年史』、九一―九二ページ。

(3) 「渡辺武事務日誌」(大蔵省資料Z五〇八一三)。渡辺武大臣官房企画課長の局長会議席上での閣議報告のメモによれば、

「取引所再開報告セリ、先方ニ連絡ヲ要スルニ非ズヤ、否」とあり、先方とは司令部を指すものと推測される。

- (4) 「証券市場再開に関する大蔵大臣談」(昭和二〇、九、二六発表)(大蔵省資料Z六〇四―四六)。
- (5) 当時司令部の証券担当官であったアダムス T. F. M. Adams は、筆者とのインタビューでこの間の事情を興味深く語っている(「戦後産業史への証言」第九七回——『エコノミスト』昭和五二年二月一三日号)。
- (6) 大蔵省資料Z六〇一―一。
- (7) この資料には「別紙」として取引されるべき証券が具体的に記されていたと思われるが、「別紙」部分は欠落している。二月一日付大蔵省の経済科学局宛書簡(L〇七〇)は、この「別紙」に記載した証券のうち、いくつかの銘柄をはずすことを要請している。理由は、それら証券発行企業の役員に戦犯がいたということであった。こうした事情から察せられることは、取引許可を申し出た証券は、閉鎖指定機関はもとより、財閥関係会社等と関係のないものに限られていたと思われる(同前)。
- (8) 同前。
- (9) 同前。
- (10) S. J. Chamberlin to ESS, Subject: Reopening the Japan Securities Exchange, 15 April, 1945 (「ノートランド文書」・大蔵省資料Z七〇三―一六)。
- (11) Govt. Sect. to ESS/FI, Subject: Regulation of Over-the-Counter Dealings in and Transfer of Securities, 26 July, 1946 (同前)。

第三節 財閥解体と証券処理調整協議会

昭和二〇年九月二二日に、アメリカ政府の日本占領に関する指針「降伏後における米国の初期の対日方針」が発表された。その第四部経済の二項において、最高司令官の執るべき政策として「日本国ノ商工業ノ大部分ヲ支配シ来リタル産業上及金融上ノ大『コンビネーション』ノ解体計画ヲ支持スベキコト」を指示され、はじめて財閥解体の基本方針が明らかにされた。この問題そのものは、本財政史「独占禁止」編でくわしくふれられるので、ここでは行論の都合上、そのあらましを述べる。

財閥解体の具体的指示は、まず同年一〇月三一日付覚書「特定事業会社の証券の売却又は移転」(SCAPIN―二一五)によって一五財閥本社とその子会社の株式、社債、その他いっさいの証券の売買取引の禁止によってはじめられた。さらに司令部の一二月六日付覚書「持株会社の解体」(SCAPIN―二四四)によって、解体の具体的方法が明らかにされた。その内容は、①まず、持株会社整理委員会 Holding Company Liquidation Commission を設立し、②同委員会移管財産を最高司令官の許可にもとづいて処分する、③三井・安田・住友・三菱各本社、各家族による財産処分・移転を禁止する、④独占の禁止、兼任役員、好ましからざる証券保有・持合いを禁止し、⑤銀行を他産業からきり離して自由競争を促進するというものであった。これらの覚書に基づき日本政府は、「会社ノ解散ノ制限等ノ件」(昭和二〇年一月二四日ポツダム勅令第六五七号)を公布した。これは、持株会社整理委員会発足までの過渡的

期間に財閥等の資産の散逸を防ぐため、資本金五〇〇万円以上の会社ならびに大蔵大臣の指定する者の事業活動および資産処分の制限を規定したもので、いわゆる「制限会社令」である。その後、制限会社の範囲、財産処分の規制等は漸次拡大された。

持株会社整理委員会は、「持株会社整理委員会令」(昭和二十二年四月二〇日ポツダム勅令第二三三三号)に基づいて八月二十七日に発足し、持株会社の所有する証券を譲り受け、その処分を通じて持株会社を解体する役割を与えられた。その後、司令部は「制限会社令」に基づく指定会社およびその傘下の子会社、孫会社の資本的、人的または契約上の相互依存関係の切断を意図し、その旨を二十二年七月二三日付覚書「持株会社整理委員会に関する命令と規制」(SCAPIN-1079)および同年九月二八日付覚書「制限会社に関する規制の追加」(SCAPIN-1238)で明らかにした。これに基づいて「会社ノ証券保有制限等ニ関スル勅令」(昭和二十二年一月二五日ポツダム勅令第五六七号、以下「証券保有制限令」と略称する)が公布され、制限会社およびその子会社、孫会社の証券の保有が制限され、その所有証券の処分計画をたて、その処分の議決権を持株会社整理委員会に委任することとなった。また、二十二年一月二六日付覚書「財閥家族財産の持株会社整理委員会への移管」(SCAPIN-1363)によって、財閥家族の保有証券等も持株会社整理委員会の管理下で処分されることになった。

みぎの財閥解体措置とならんで、閉鎖機関の整理も経済民主化政策の一環をなし、同時に証券市場とも直接に関係をもつ措置であった。これは、司令部の二〇年九月三〇日付覚書「植民地および外地銀行ならびに特別戦時機関の閉鎖」(SCAPIN-74)に基づく外地銀行、植民地開発会社、戦時特殊会社など一九機関の閉鎖によって始まった。司令部による閉鎖機関の指定はその後順次追加され、その総数は一〇九一機関に達した。これらの機関はすべて特殊

管理、特殊清算に付されたが、その清算機構として、司令部から朝鮮銀行ほか四銀行の清算人に日本銀行が指定され(一九四五年一〇月二〇日SCAPIN-163)、その他の機関の管理のために閉鎖機関保管人委員会 *Committee of Conservators Closed Institution* の設置が指令された(一九四六年一月一八日SCAPIN-615)。閉鎖機関保管人委員会は二十二年二月六日に設置されたが、司令部はさらにこれを閉鎖機関の清算機構に発展させるために必要な立法措置を指令し(一九四六年一〇月五日SCAPIN-1253)、昭和二十二年五月一日、閉鎖機関保管人委員会は閉鎖機関整理委員会 *Closed Institutions Liquidation Commission* に改組された。かくして、各閉鎖機関の資産は、日本銀行および閉鎖機関整理委員会の手によって清算のため処分されることになったが、その所有有価証券は巨額にのぼっていた。

このほか、二十二年一月一二日公布された「財産税法」(法律第五二号)には、財産税の物納が認められ、有価証券による納税も行なわれたため、政府はそれを換金する必要があった。また、二十二年一〇月一八日公布された「企業再建整備法」(法律第四〇号)は、「会社経理応急措置法」(昭和二十二年八月一五日法律第七号)に定める特別経理会社が、戦時補償特別税を課せられることなどによって生じた損失を処理するため、決定整備計画に従って資産を処理することを定めたが、そのため特別経理会社所有の株式等を処分する必要が生じた。

さて以上のように、財閥解体措置により持株会社整理委員会に移譲された持株会社および財閥家族の保有株式(七八億円・九億円)、「証券保有制限令」によって制限会社およびその傘下子会社が処分を命じられた株式(六億円)、閉鎖機関保管人委員会および日本銀行の管理下におかれた閉鎖機関所有株式(六〇億円)、「財産税法」に基づき物納を認められて国庫に帰属した株式(七二億円)、特別経理会社が企業再建整備計画に従って処分しなければならない株式

(二〇億円)など、一般に公開し、売り出さねばならない証券総額は合計二四五億円という巨額にのぼった。⁽²⁾したがって、これら証券を無計画に市場に売り出せば、その円滑な処分は望まれない状態であった。

二二年一月二〇日、司令部は日本側関係者を司令部に招き、清算すべき証券を有するすべての機関の証券の清算活動を調整するための証券処理調整協議会 Securities Coordinating Liquidation Committee (SCLCと略称)の設置を示唆した。この会談の要旨は、経済科学局財政課 Finance Division のルカウント W. K. LeCount 課長によって文書化され、日本政府に送付された。⁽³⁾その文書によれば、会談には日本側から内閣代表一名、大蔵大臣代理二名、閉鎖機関保管人委員会代表一名、持株会社整理委員会代表二名、大蔵省代表四名の計一〇名が出席した。席上、ルカウントは最高司令官の指示によって伝える旨を前置きしてのち、左のような委員会を早急に設置することを望む旨を述べた。⁽⁴⁾

本委員会は証券処理に関係する政府のすべての機関の代表者を以て構成し、その下に必要なる職員を置く。

委員会の目的は

- 一 持株会社整理委員会、閉鎖機関保管人委員会、日本銀行及び現に処分されるべき証券を所有し、若しくは所有するに到るその他のあらゆる政府機関の手によって処分される証券を整然と分配するための売買手続を作成する
- 二 市況の分析をなし、分配の割合及びその方法を決定する
- 三 すべての証券につき、その最終の買受人を明示し得る中央登録制度を設けること
- 四 所有権を出来得る限り広範囲に且多様なもの手に渡る様な証券の分配の方法を決定すること
- 五 個々の政府機関の責任を一致する限りに於て実際の売買手続を監督し、入札の受付及び引受けをなし売出し及び買出しの割当に關しては個々の政府機関の代理人としての行為をする

各政府機関がその各々の施策を遂行すると云ふ根本の責任は変りはない。委員会への加入がかかる責任を免除し若しくは軽減するものではない。

聯合國最高司令部経済科学局の係官はオブザーヴァーとなり、相談に応じ助言を与へるものとする。実際の売買或ひはそれに關する司令部の方針に影響する意見の不一致が起つた場合には委員会はその事実を明かにし右オブザーヴァーに報告するものとする。

司令部の指示を受けた大蔵省は、一月から二月にかけて、証券の処理機関の設置を検討した。そして、証券管理庁の一部局としての証券登録局および内閣所管の証券処理委員会設置案等の試案を経て、⁽⁵⁾二月一四日、司令部指示どおりの証券処理調整協議会を設置するために必要な法案を議会に提出することを決定した旨、次のような発表を行なった。⁽⁶⁾

財産税法に基いて国庫に納付せられる有価証券等の処分について(十二月十四日発表)

財産税法に基いて国庫に納付せられる有価証券、持株会社や閉鎖機関の整理に伴つて処分せられる有価証券、先般実施せられた会社の株式保有の制限等に関する勅令に従つて処分せられる株式、特別経理会社の旧勘定に属する有価証券、第二会社の株式その他今後短期間に市場において処分せらるべき有価証券は極めて膨大な額に達するものと推定せらる。

これ等の有価証券の処分をその儘放置して置いたのでは、各方面からの有価証券の処分が競合して、徒らに証券市場を混乱せしめ、又その結果証券の価額も不当な激落を来す惧があり到底かかる巨額の有価証券を手際よく合理的に処分することの不可能なることは明かである。

従つてこれ等の有価証券を円滑に、公正に処分する為には、多額の有価証券を処分するこれ等の各機関が相互に協同して、総合的に、計画的に処分を進めて行くことが必要である。

以上の趣旨から、政府はこの度これ等の有価証券の処分に關し概ね別紙要綱(証券処理調整協議会——引用者)の様な措置を

講ずることとし、これに関する法律案を本会議に提出することに決定した。即ち

(一) 国、持株会社整理委員会、閉鎖機関保管人委員会、閉鎖機関の特殊整理人たる日本銀行等多額の有価証券を処分しようとする者の代表者を以て証券処理調整協議会を設け、各機関の処分すべき有価証券については本協議会が市場の状況等を勘案して、処分の時期、価額、数量等に所要の調整を加へることとし、一定の計画に従つてこれ等有価証券の円滑公正な処分を促進することとした。

(二) これ等の有価証券の処分に当つては、本協議会が委託を受けてその処分を斡旋することになつてゐるがこの場合に於ては、本協議会は、国民の各階層に亘つて、できるだけ広範囲に有価証券の分散が行はれる、これによつて我国の産業が民主的な健全の基礎の上に立つて再建せられる様に充分留意せられる筈である。

而してこのことは、又元來証券投資に殆んど興味を持つてゐなかつた大衆の間に証券投資の慣習を植へつけるためにも、大いに役立つものと考へられる。

(三) 尚ほ以上の有価証券の所有の分散に關聯して、一定の会社の株主の状況を常時明かならしめて置くために、これ等の会社はその株主名簿を本協議会に登録せしめることとした。

(四) 以上の証券処理調整協議会は証券処分の調整斡旋を図ることを目的とするものであるから、本協議会の設置によつて、持株会社整理委員会や閉鎖機関保管人委員会等の各機関の個有の任務責任は少しも変更せられるものでないことは勿論である。

みぎの決定に基づいて立案された「有価証券の処分の調整等に関する法律案」は、二二年一二月、急遽第九一回臨時議会上程され、二二年一月一八日に法律第八号として公布された。同法に基づいて、証券処理調整協議会は二二年六月一八日に設立された。

同協議会の構成は、設置当初、持株会社整理委員会委員長、閉鎖機関整理委員会委員長、日本銀行理事、大蔵省国有財産局長、商工省産業復興局長の五名の協議員からなり、運営は、協議員の合議によつたが、議長の選任、解任が協議員の過半数によるほか、決議は協議員の全員一致を必要とした。協議会は、指定証券の処分計画、時期、順位、価格の調整および処分の斡旋を決定し、付設された事務局において、協議会に代表される各機関から委託された証券の処分のほか、株式の登録、証券に関する統計、株式市況の調査等が行なわれた。

ところで、協議会には司令部からオブザーヴァーが出席したが、それは前掲のルカウント課長の談話にあるように「相談に応じ助言を与える」程度のものではなかつた。二二年六月一八日の協議会第一回会合で決定された「証券処理調整協議会規約」は、司令部オブザーヴァーの権限をつぎのように定めた。

第九条 本協議会の会議には、連合国最高司令部経済科学局からオブザーヴァーが出席する。

第十条 本協議会の会議において、協議員の意見の一致を得ることが困難であると認められるとき又は連合国最高司令部の方針に鑑み議案の疑義のあるときには、議長はその旨を確認し、当該会議の終了した後、文書を以て、オブザーヴァーの意見を求めなければならない。

前項の規定によりオブザーヴァーが意見を述べた場合には、協議員はこれに従はなければならない。すなわち、事実上司令部の意向が協議会の決定権を握つたのである。これは、司令部が財閥持株会社等に集中していた証券を、協議会を通じて広く国民に分散させることを経済民主化政策の重要な柱として位置づけていたためであつた。

こうして設置された証券処理調整協議会は、ただちに証券の処分にのりだすのであるが、その活動については、改めて第二章第三節で述べる。

(1) 閉鎖機関の清算人としては、日本勧業銀行も全国金融統制会の清算にあつたが、その清算は、二二年六月終了した。ま

た日本銀行は、当初朝鮮銀行など五銀行の清算人となったが、のち対象に異動があり、二三年一月二日大蔵省告示第三八九号により、朝鮮銀行など六機関の特殊清算人から解任され、これら閉鎖機関は閉鎖機関整理委員会によって清算されることになった（閉鎖機関整理委員会「閉鎖機関とその特殊清算」、三一—三二ページ）。

(2) 処分を要する株式がどの程度であったか、正確な金額は必ずしも明らかでないが、これらの数字は日本銀行資料によった（日本銀行調査局「戦後わが国金融制度の再編成」昭和四二年、五四—五五ページ）。

(3) 「証券処理調整協議会設置に関する総司令部経済科学局金融課長と日本政府関係官との会談要旨（一九四六年一月二〇日）」（外務省特別資料課編『日本占領及び管理重要文書集』第三巻、経済編I、昭和四四年、二〇七—〇八ページ）。

(4) 同前資料の日本語訳。訳文は「有価証券処理委員会の設置に関する件（GHQ非公式提案）」（大蔵省資料Z五二六—二八一—二八一四）。

(5) 「証券の処分並びに株式の登録に関する件（案）（理経二一、一一、二五）」、「有価証券の処分及び株主の登録に関する臨時措置法案要綱（理経二一、一二、三）」、「証券の処理並びに登録に関する件（試案）（昭二一、一二、三、大蔵省理財局）」

「証券の処理並びに登録に関する件（二一、一二、一三、大蔵省）」（大蔵省資料Z五二六—二八一—二八一四）。

(6) 大蔵省資料Z五二六—二八一—二八一四。

(7) 同前、なお、一月二四日付でその英訳が大蔵省から司令部に提出されている（「スーランド文書」・大蔵省資料Z七〇三一—一六一—二〇）。

(8) 協議員のうち国の代表は当初二人であったが、大蔵省国有財産局長は二四年六月から管財局長となった。商工省産業復興局長は二二年六月二四日から総務局長と交替し、二三年七月二九日、法改正により指定証券から特経会社関係証券が削除されたため協議員を辞任した。また、日本銀行理事は、二三年一月二日、日本銀行が閉鎖機関の特殊清算人の職務を解除されたため辞任した。以降協議員は持株会社整理委員会委員長、閉鎖機関整理委員会委員長、大蔵省国有財産局（管財局）長の三名となった（証券処理調整協議会『SCLC業績誌』昭和二六年三月、付録二二ページ）。

(9) 同前、三六—付録三九ページ。

第四節 証券市場改革——「証券取引法」（昭和二二年法）の制定過程

九月二五日付覚書による証券取引所再開の禁止によって、終戦後の証券流通市場の機能はいちじるしく制約され、証券業界も大蔵省も、取引所の早期再開を切望し、二〇年二月二五日を期して取引所を再開するよう司令部に要請したことは前述した（三〇—ページ）。これと並行して、経済民主化の線に沿った証券制度改革の動きが、早くも二〇年末から開始された。

昭和二〇年二月五日大蔵省議決定によって、大蔵大臣の諮問機関として官民合同の金融制度調査会が設置されたが、その第五部会において証券制度改革が審議された。まず、証券民主化のため、特殊法人である日本証券取引所を廃止し、会員組織による新取引所を設置するという構想で、「証券取引所制度改正要綱」⁽¹⁾が準備され、また「証券引受制度改善方針（案）」⁽²⁾が検討された。しかし、金融制度調査会は委員に多数の公職追放該当者を出したため、二二年二月自然休会となり、活動を停止し、検討された諸案は日の目をみることなく終わった。

一方、証券業界も自発的に取引所制度の改正にのり出した。二二年五月には、東京証券業協会内に取引所の機構、定款、収支計算等の立案と取引所法の改正案を作成するための取引所改正法委員会を設置することがきめられた。⁽³⁾

こうした情勢の中で、二二年六月二二日、大蔵省は経済科学局宛に、現国会の会期中に提出を予定している取引所法の改正案のアウトラインを提出した。⁽⁴⁾この問題に関して経済科学局と大蔵省担当官との折衝を通じて判明した司令

部の意見は、七月二九日付で理財局経済課がまとめた次の文書によって知ることができ(5)。

取引所法中改正法律案に関する司令部意見(理、経、二二、七、二九)

主要なる事項は次の通りである。

- 一、証券取引委員会を左の構想のものとする事。
- (一) 政府機関とし委員其の他の職員を官吏とすること
- (二) 大蔵省とは別個の独立の機関とすること
- (三) 法律に基き法規を發布し得る権限を持たすこと
- (四) 証券に関する総ての事項即ち証券取引所、有価証券業、有価証券引受業等に関する指導機関たらしむる外将来商品取引所設立の場合をも予想し商品関係に付ても同時に規定し置くこと
- (五) 規模は日本政府の決すべき問題なるも委員五名、職員千名程度のものを予定す

要するに経済安定本部の如き機構の委員会とすること、現行の政府の監督方法は事項の重要性、性質を問はず総て政府が決定し寧ろ干渉に過ぎる憾があるから、之を徹底的に民主化するためには独立の委員会に権限の大部分を委ね政府は手を引くと。

二、今議会に取引所法中改正法律案を提出するとするも、右の改正は暫定的のものであつて、遂に最近の機会に於て取引所法、有価証券業取締法及有価証券引受業を一括して「証券取引法」の如き総合的な単行法を制定することを条件とする。

三、証券取引所の再開に付ては、

現行日本証券取引所の機構其の儘にて取引所を再開することは認められない。少くとも会員組織の取引所とすることは是非必要である。

併し乍ら近く行はれる補償打切に伴ふ産業の整理及財産税徴収に關聯して取引所を急ぎ再開する必要あることは了解出来る

から、取引所法の改正と別個の問題として取引所再開を必要とする具体的理由を中央終連を通じ申出れば司令部として適当な指令を出すことに研究致したい。

要するに、政府から独立した証券取引委員会の設置と、総合的単行法としての「証券取引法」の制定を基本にすえているということであり、この段階ではっきりとアメリカの制度、すなわち「証券取引法」に基づく証券取引委員会 Securities and Exchange Commission (SECと略称)の設置を志向していることが明らかとなった。さらに取引所の再開については、みぎの「証券取引法」の制定と別個に検討する用意があるとの司令部の意向を受けて、大蔵省は「証券取引所の再開に關して」という終戦連絡部長から司令部宛要請文を用意した。(6) それは次のようなものであつた。

証券取引所の再開に關して(案)(大蔵省終連部長発GHQ宛)

証券取引所は昨年八月終戦直前において各地共一斉に閉鎖せられ、爾来今日迄再開されずに推移して来たが、別紙一に掲げる理由により今日その再開は焦眉の急務と考へられるので、別紙二に掲げる条件の実現に努力致したい。就ては証券取引所の再開に關し何分の御高配をお願い申し上げます。

別紙一(理、経、二二、八、一九)

一、近く実施される戦時補償特別課税に伴ふ産業界の大整理並びに財産税の徴収は、日本経済の再建と国民経済安定上画期的な重要事項であり、政府としては万全の措置を講じ其の円滑な遂行を期して居る次第であるが、其の手續を取進めて行くに當つての実際問題の一つとして、会社其の他の法人及個人の所有する株式、社債等の有価証券の時価評価を致さなければならぬのであり、そのためには是非とも適正な評価基準を求めなければならない。

然るに有価証券取引の現状は、有価証券の公正な価格を形成する機能を果すべき証券取引所が、全国各地とも休止されて居

り、わずかに有価証券業者の店頭において売買取引が行はれて居るに過ぎないため、有価証券の適正な評価基準を得ることが困難な状態にある。現在有価証券業者の店頭売買によつて形成されて居る所謂内気配なるものはあるが、其の相場は自由且公開された市場における有価証券の大量の需給投合によつて形成されたものでないため、その相場も区々となる場合も尠くなく、必ずしも公正な価格と見られない。また今日迄の相場は今回の戦時補償特別課税の具体的な内容及これに伴ふ企業の整理等の一聯の措置が決定される前のものであるから、これらの事項を材料として充分織込んだ相場でなく、今後の企業整理や財産税徴収の際の財産評価基準とすることは無理である。即ち我々の求めんと欲する評価基準は、公共的機関たる証券取引所における売買取引によつて公正に形成された価格であり、且つ今後新しく形成されるものである。

二、次に今後財閥の解体をはじめ、産業界全般に亘る大整理を進めるに当つては、株式の公開、整理のために必要な有価証券の売却又は第二会社の設立に伴ふ新株式の募集等のために大量の株式、社債等の売買取引が行はれることになる。また財産税の徴収に際して物納された有価証券の処分もしなければならぬ。しかもこれらの処分に当つては、投資家大衆の利益保護を図りつつ、これらの有価証券が大衆に分散せられ保有せられる様に考慮しなければならない。

斯る観点から、有価証券の大量な売買取引が円滑に行はれ、且つ大衆が安心して売買取引が出来るところの組織、機構が必要である。今日行はれて居る有価証券業者の店頭売買の取引方法は大量の有価証券の処分に適さないのみでなく、何分にもその取引の行はれる場所が分散して取締の徹底も比較的困難であるため、売買手数料、売買値段、受渡の履行の確保等について、投資家大衆の保護上十全を期し難いのであつて、証券取引所の機構の活用こそ、右の目的に合致することが出来るものと考えらる。

三、今回の産業界の大整理に当つて、未払込株金の徴収の必要が生じて来ることにならうが、その際払込に應ずる実力に乏しい者等が所有株式を売却する場合は相当に多いと思はれる。

右の場合に、公正な価格を形成すべき取引所がないと、一部の者によつて不当に安い値段で買ひ漁られて、資力の薄弱な大

衆が不当な損害を蒙る惧がある。所謂店頭売買のみによつて、斯る投資大衆の保護を全ふすることは困難である。

四、インフレ防止のため大衆の浮動購買力を積極的に吸収することは今後の重要課題である。

従来大衆の貯蓄は其の大部分が金融機関に対する預貯金等の形態によつて行はれ、直接に株式、社債等の有価証券に対する投資は極く小部分に過ぎなかつたのであるが、今や預貯金に対する国民の信頼は著しく変化し、この方面で大衆の浮動購買力を吸収することが、困難となつて居ることは否めない事実であつて、今後の打開策としては大衆の証券投資を普及促進することに求めなければならないと考へる。殊に新円収入の多いと目せられる農漁村方面に付て、その必要性が大きい。

併し乍ら斯る証券の大衆への普及を促進するに付ては、証券取引が簡易、迅速、安全に行はれ、その換価が容易で流通性の大きいこと及び証券取引が、投機でなく投資のために行はれるものとする必要があるであつて、そのためには正当な機能を持つた証券市場の存在と、之に対する公共の利益を保持するための調整が完全に行はれる状態に置かれなければならない。

五、証券取引の民主化を図るためには、証券取引に関する現行の諸法令乃至機構は大いに改革を要するものと考へる。殊に証券取引所の機構を自主的なものとすると共に、投資家の利益保護の見地から証券取引全般の調整を行ふことの出来る権威ある独立の政府機関として、証券取引委員会の如き機構を設けて、大衆に正しい証券知識を与へ、大衆が、安心して売買取引が出来るやうにすることが緊要と考へるので、早急に斯る委員会の実現に努力致したいと考へる。

別紙二

証券取引の民主化を図るためには、証券取引に関する現行の諸法令乃至機構は大いに改革を要するものと考へる。

一、証券取引委員会の設置

有価証券取引の適正を図り投資家の利益保護を目的とする委員会を設け、之をして証券取引所、有価証券引受業、有価証券業及有価証券割賦販売業に関する事務並に有価証券取引に関する関係者の紛議調停事務を行はしめ証券取引全般の規正をする。委員会は内閣総理大臣の管理に属する独立の行政機関とし、閣令を以て必要な法規を公布し得るものとする。委員会の構成

は委員長、委員の外に事務処理に必要な相当員数の職員を以て組織し、委員は学識経験者の中から選任する。右の委員会は今後法制局その他関係方面と折衝の上速に其の実現を図りたい。

二、「証券取引法」の制定

現在証券取引関係の法律としては、日本証券取引所法、有価証券引受業法、有価証券業取締法、有価証券割賦販売業法等がある。併し其の内容は証券取引民主化の見地より大いに検討を要するものと考へるので、斯る観点より改正を加へ且つこれらの諸法律を綜合した単行法律として証券取引法を制定することが適当と思はれる。

この法律の立案は前項の証券取引委員会をして行はしめた上、速に議会に提案することに致させたい。

みぎの「案」それ自身は、司令部に提出されなかつたようであるが、⁽⁷⁾当時の日本側の意見が示されており、おそろく口頭で司令部に伝えられたと思はれる。

ついで大蔵省は二一年九月六日、取引所再開の前提として証券取引委員会を早急に設置し、同委員会の手によって証券取引関係法規の根本的な改正を行なうとの司令部の示唆に基づいて、⁽⁸⁾「証券取引委員会令要綱案」を作成し、官制をもって内閣直属の委員会を設置し、この委員会の手で総合的単行法としての「証券取引法」を制定する計画をたてている。

このときの司令部の意見は、日本側の担当官と直接交渉にあつていた経済科学局財政課の金融係 Money and Banking Branch で企業財務 Corporate Finance を担当してゐたブレントリンガー L. J. Brentlinger から伝えられたと思はれる。しかし、司令部内の意見は必ずしも統一されておらず、前に見たように⁽³⁾二一〇二ページ) 民政局は、証券取引を規制する委員会の設置を日本政府に命じることには不賛成であつた。口頭の折衝でその後どのように司令

部側の意向が伝えられたのか、その間の事情は明らかではないが、結局大蔵省は、新設の証券取引委員会の手によって証券取引法を立案するという九月月上旬の方針を断念し、新法の立案を大蔵省内ですすめることとなつた。

二一年九月二一日、理財局に証券課が新設され、同課で起草した「証券取引法案(未定稿)」⁽¹⁰⁾は、一〇月一〇日付で作成されている。同案によれば、証券監理庁を設置し、同庁が有価証券の登録、証券業者及び証券取引所の免許、証券取引の監督を行なうという構想であり、前節にのべた財閥解体等に伴う証券の処分に関する取引の監督も同庁が行なうという構想のようと思はれる。

これに対して司令部から一月二〇日、財閥解体等に伴う証券の処理機関として証券処理調整協議会を別途設置するよう指示があつたため⁽¹¹⁾三〇八—〇九ページ)、「証券取引法」の構想は再び改められることになつた。二一年二月二二日、次のような「要綱」が作成されている。

証券取引法案要綱(理、証、二一、二二、二二)

一、この法律は、国民経済の適切な運営に資するため、株式又は社債の発行に関する届出の制度を設け、証券業者の取締の制度を整備し、有価証券の公正な価格の形成を図るため証券取引の制度を整備し、以て大衆の投資に適当な保護を加へることを目的とする。

二、株式又は社債の発行に関する届出制度を設けること。

(一) 一定の株式又は社債を発行しようとするときは、発起人取締役等は、証券監理庁に当該株式又は社債に関する届出をしなければならぬものとする。

(二) 届出を要する株式又は社債の発行はその届出書の提出があつた日から十五日後でなければこれをすることができないものとする。

(三) 届出書の内に真実に反する記載があり、又は重要事項の記載の省略があると認めるときは、届出者を審問した上、該株式又は社債の発行を停止する命令を発することができるものとする。

(四) 届出を要する株式又は社債の発行ができることとなつたときは、証券監理庁は、この旨を公告し、且つ、その届出書類を公衆の縦覧に供し、請求によりその謄本又は抄本を交付することができるものとする。

(五) 届出書の中に真実に反する記載があり、又は重要事項の記載を省略した場合は、発起人取締役等は、当該株式又は社債の取得者に対し、故意及び過失のなかつたことを立証しなければ当該株式又は社債を発行できることとなつた日から三ヶ年を限り、損害賠償の責に任じなければならないものとする。

三、二、の(一)の届出書の中に記載した事項と異なる事項を記載した目論見書を使用することができないものとする。

右に違反したときは届出をした発起人、取締役等又は証券業者は、当該株式又は社債の取得者に対し、故意及び過失のなかつたことを立証しなければ、当該株式又は社債を発行できることとなつた日から三箇年を限り、損害賠償の責に任じなければならないものとする。

四、株式会社又は株式会社合資会社は、毎事業年度其の業務又は財産に関する報告書を証券監理庁に提出しなければならないものとする。

証券監理庁は右の報告書を公衆の縦覧に供し、請求によりその謄本又は抄本を交付することができるものとする。

五、証券業者について、左のような規定を設けること。

(一) 有価証券の売買、売買の媒介、引受又は募集の取扱を営業とする者(証券業者)は、証券監理庁の免許を受けなければならないものとする。

右は銀行、信託会社等についても、適用されるものとする。

(二) 証券業者は、一定の純資産を常時保有するものでなければならないものとする。

(三) 証券業者は、一定の営業保証金を、供託しなければならないものとする。

(四) 証券業者が、有価証券の引受又は募集をしようとするときは、証券監理庁に届け出なければならないこととする。

(五) 証券業者の支店、出張所その他の営業所若しくは代理店の設置、本店その他営業所の位置の変更及び証券業のほか他の営業を営むこと等は、証券監理庁に、予め届け出なければならないものとする。

六、証券取引所は、証券業者を会員とし、各地区毎に、証券監理庁の免許を受けて設立することができるものとする。

七、証券取引所の定款は、証券監理庁に予め届け出なければならないものとする。

八、証券取引所の会員に関して、左のような規定を設けること。

(一) 会員は、一定の純資産を、常時保有するものでなければならないものとする。

(二) 会員は、証券取引所の定款の定めるところにより、会員信託金を証券取引所に預託しなければならないものとする。

(三) 会員信託金に対しては、第一順位として証券取引所における売買取引の委託者、次順位として他の会員が、その他の債権者に先ち弁済を受ける権利があるものとする。

九、証券取引所の役員は、定款の定めるところにより、会員が、これを選挙するものとする。

一〇、証券取引所の売買取引に関して、左のような規定を設けること。

(一) 証券取引所は、その行ふ売買取引の種類及び期限について、証券監理庁の認可を受けなければならないものとする。

(二) 証券取引所は、業務規程を以て、証券取引所の立会の開閉、停止、売買の決済方法その他売買取引の方法に関する細則を定め、証券監理庁に予め届け出なければならないものとする。

(三) 上場有価証券の銘柄については、証券監理庁に予め届け出なければならないものとする。

(四) 売買取引の受託は、会員又はその会員の所属する証券取引所の承認を受けた会員の支店、出張所その他の営業所若しくは代理店に限り、これをなすことができるものとする。

会員は右の受託について、委託者に対し、その売買取引に関する一切の責任を負はなければならないものとする。

(四) 何人でも、証券取引所における売買取引の委託の媒介、委託の代理又は委託の取次をなすことを営業とすることができないものとする。但し証券業者（会員又はその支店、出張所その他の営業所若しくは代理店を含む。）が、委託の媒介をなすのはこの限りでないものとする。

(六) 会員は、委託者から、証券監理庁の定めるところにより、委託証拠金を徴しなければならないものとする。委託証拠金の最低額は、大蔵大臣がこれを定めるものとする。

(七) 会員又はその支店、出張所その他の営業所若しくは代理店は、その受託に係る証券取引所における売買取引が成立したときは、当該会員の発行した売買報告書を委託者に交付しなければならないものとする。

(八) 届出出でを要する事項はこの法律において、証券監理庁にその届出をした日から十日後でなければ、これを実施することができないものとし、且つ届出出でた事項について、証券監理庁が適当でないと認めるときは、その実施を停止する命令を発することができるものとする。

一二、証券監理庁は、証券業者のなす売買その他の取引に関する争いについて、当事者である証券業者若しくはその取引の相手方又は証券取引所の申立により争いの仲介をしなければならないものとする。

一三、この法律に規定するもののほか、証券監理庁は有価証券の発行及び引受、募集、売買その他の取引に伴ひ生ずる弊害を防止し、又は投資家を保護するため、必要があると認めるときは、発行者、証券業者又は証券取引所に対し有価証券の発行、引受、募集、売買その他の取引に関し必要な事項を命ずることができるものとする。

一四、株式会社又は株式会社合資会社はその取締役監査役その他の役員又は大株主は、当該会社の株式の保有状況に変動があつたときは、証券監理庁に報告しなければならないものとする。

一五、この法律に基き、証券監理庁のなす命令処分不服がある者は、行政裁判所に出訴することができるものとする。

一六、有価証券業取締法、有価証券引受業法及び有価証券割賦販売業法は、これを廃止し、これに伴ひ必要な経過的規定を設けること。

また、司令部内には、経済科学局財政課金融係の「⁽¹²⁾ T. F. M. Adams の「証券取引法の概要」と題する次のメモが残されている。⁽¹³⁾

- 1 新規証券を発行せんとする企業は証券行政機関 (Securities Administrative Office) に正確な資料を提出しなければならない (有価証券届出書—registration statement)。
- 2 かかる届出が有効でなければ、何びとも当該有価証券の引受け、売出しを行うことはできない。
- 3 新規証券を発行する企業の資本金の10%以上を保有するものは、証券行政機関にその旨を届出で、かつ所有額の増減についてもすべて届出すること。
- 4 有価証券の発行、売出しに関する目論見書利用、宣伝、告示等において約款を付すべきこと。
- 5 証券行政機関に届出られた情報、資料は、取引の秘密を守る範囲内で一般公開さるべきこと。
- 6 証券ディーラーたるべき者を決定し、かつ証券業務に従事するものに対し厳重な免許を与え、かつすべてのディーラーの登録を義務づけること。
- 7 右の者に証券行政機関への正確な資料を提出せしめ、業務記録、帳簿、書類等を明細に記録させること。
- 8 証券行政機関に対し、業務記録の検閲、より詳細な記録の義務づけ、立入り検査、聞取り調査、命令等を行なう権限を与へること。
- 9 ディーラーの資産は証券行政機関のきめる水準を常時超えているべきこと。
- 10 会員組織の証券取引所の設立を認めること。設立される取引所は証券行政機関に登録届出を行い、かつ定款及びその変更についても届出すべきこと。

- 11 取引所の会員は、一定額の資産を保有し、顧客の債権を他のいかなる請求権にも優先させるべきこと。
- 12 証券行政機関はその業務に関し、国会に年次報告書を提出すべきこと。
- 13 届出の不履行、不正行為、書類の偽造、虚偽の宣伝、株価操作、その他に対し処罰、民事責任を課すべきこと。
- 14 証券業務に関する現行諸法律は廃止すべきこと。
- 15 証券行政機関の決定に照した裁判所への提訴を認めること。
- 16 全体的に、合衆国SECと多くの点で類似した権限を備えた証券行政機関を設置すること、会員組織、自主的組織たるべき証券取引所に対する政府の取締りを排除すること。

証券取引所、会員、ディーラーに対する嚴重かつ適切な基準を用意する。

司令部の係官によるメモであるから、日本側との交渉によって合意に達するまでの過程で、アダムスがアメリカの制度を念頭におきつつ、日本の証券取引法が備えるべき基本的性格をまとめたものとみてよいだろう。

「証券取引法案」は大蔵省において二二年二月には成案となつて、第九二帝国議会への提出が準備されている。⁽¹⁴⁾この「法案」は、前出のアダムスの「メモ」に記されている次の四点を柱とするものであった。すなわち、①有価証券発行に関する届出制度の採用、②証券業者に対する資格基準の強化、③会員組織による証券取引所の設立、④証券取引委員会の設立、である。全体として投資者保護を強くうち出し、その目的に沿って、政府の直接規制によらない、自主的な証券市場監督、規制の姿勢を強めた点に特徴があるといえる。また、経済民主化政策の線に沿った民主的で、健全な開かれた証券市場の育成がねらいであった。

しかし、成案となつた「証券取引法案」の証券行政機関の条項は、二二年一二月の理財局の「法案要綱」にあつた「証券監理庁」の部分が、単に「政府」に置きかえられており、アダムス「メモ」にあるSECにあたる証券取引委員会の規定は挿入されてはいるが、この委員会は行政機関ではなく次節に指摘するように、その性格は必ずしも明確ではなかつた。そこで、この証券行政機関の問題は、取引所および証券業者の免許制の問題などとともに、のちに司令部の強い修正要求にあつて、成立した法律が實際上未施行のまま全面改訂されるという前例のない事態が起こる一因となつた。

「証券取引法案」は「日本証券取引所の解散に関する法律案」とともに、二二年三月四日の閣議決定を経て、三月五日、第九二回帝国議会に提出され、さらに三月七日には司令部の承認を経て、無修正で議会を通過し、三月二十八日公布された（「証券取引法」——法律第二二号、「日本証券取引所の解散に関する法律」——法律第二二号）。

(1) 証券取引所制度改正要綱（金融制度調査会第五部会答申案）

第一 趣 旨

証券取引所ノ運営ヲ自主的ナラシムル為現在ノ特殊法人タル日本証券取引所ヲ廃止シ新ニ会員組織ノ証券取引所ヲ設置シ証券取引ノ民主化ニ資スルモノトス

第二 要 領

一、証券取引所ノ組織

証券取引所ハ会員組織ノ法人トシ所要ノ地ニ設置スルコト

二、証券取引所ノ会員

証券取引所ノ会員ハ法人ノ外個人モ認ムルコトトシ会員ノ素質ノ向上ヲ図ル為其ノ資格ニ関シテハ嚴重ナル条件ヲ設クルコト

三、証券取引所ノ役員

証券取引所ノ役員ハ会員ノ選挙ニ依リ之ヲ選任スルコト

四、証券取引所評議員会

証券取引所ハ役員ニ非ザル会員及学識経験アル者ヲ以テ構成スル評議員会ヲ置キ公益ニ関係アル業務上ノ主要事項ヲ之ニ諮問スルコトヲ要スルモノトスルコト

五、証券取引所ノ基本金及賠償基金

証券取引所ノ基本金及賠償基金ハ会員ノ積立金ヲ以テ之ニ充ツルコト
基本金ハ賠償基金ニ充テザルコト

六、証券取引所ノ積立金制度

証券取引所ノ基礎ヲ強化シ且賠償基金ノ充実に資スル為ニ積立金ヲ徴収スルコト

七、証券取引所ノ売買取引ノ種類

証券取引所ノ売買取引ノ種類ハ差当り実物取引及清算取引ノ二種トスルモ適当ナル売買仕法ヲ速カニ考慮スルコト

八、証券取引助成機関

証券取引所ノ運営ヲ助成スル為ニ必要ナル業務ヲ営ム民有民営ノ株式会社ヲ所要ノ地ニ設立スルコトヲ得ルコト
前項ノ株式会社ハ証券取引所ノ運営ト一体化セシムル様所要ノ措置ヲトルコト

九、証券取引所委員会

政府ハ学識経験アル者ヲ以テ構成スル証券取引所委員会ヲ設ケ証券取引所ニ関スル重要事項ニ付之ニ諮問スルコト共ニ証券取引所ニ対スル政府ノ監督権限ノ一部ヲ之ニ委譲スルコト

(備考) 取引所法ニ規定シアル政府ノ監督規定ハ若干修正ノ上概ネ之ヲ存続スルモノトスルコト

(大蔵省資料Z五二一—二四七)。

(2) 「金融制度調査会証券取引制度関係聯合小委員会議事記録(昭和二一、二一、一一)」(大蔵省資料Z五一九—一)。

(3) 『東京証券取引所一〇年史』、一五〇ページ。

(4) Ministry of Finance to ESS, Subject: Outline of Proposed Amendments to the Securities Exchange Law, LO 718, 22 June, 1946 (大蔵省資料Z六〇—一五)。なお、提出された別紙の取引所法改正案のアウトラインは残されていないが、当時理財局の担当官であった岡村峻の記憶によれば、戦時中の「日本証券取引所法」施行以前の旧「取引所法」に修正を加えたものであったとのことである。

(5) 大蔵省資料Z五二六—二八一二。

(6) 同前。

(7) 大蔵省の終戦連絡部から司令部に提出された文書はL〇として一連番号が付され保存されているが、その中には、このような文書は見当たらない。

(8) 「証券取引委員会設置に関する件(理、経、二一、九、六)」(大蔵省資料Z五二六—二八一二)。

(9) 証券取引委員会令要綱案(理、経、二一、九、六)

一、証券取引委員会(以下委員会といふ)は内閣総理大臣の管理に属し、有価証券取引の適正を図り、投資家の利益保護を目的とする。

二、委員会は左の事務を掌る。

(一) 証券取引所に関する事項

(二) 有価証券引受業に関する事項

(三) 有価証券業に関する事項

(四) 有価証券割賦販売業に関する事項

前項の事務を行ふについて、必要があるときには、委員会は関係各庁に対して、資料の提出又は説明を求めることができる。

三、前項の事務を分掌させるために、委員会に、内閣総理大臣の定めるところにより部を置く。

四、委員会に左の職員を置く。

委員長	一人
委員	四人
部長	五人
部員	五〇人
書記	二〇〇人

前項の職員の外に、内閣総理大臣の奏請により、関係各庁二級以上の官吏の中から、内閣において部員を命ずることが

できる。

五、委員長は國務大臣を以てこれに充てる。

委員長は内閣總理大臣の指揮監督を承けて会務を統理し、委員会の職員を指揮監督し、三級官吏の進退を専行する。

委員は、学識経験ある者の中から、内閣總理大臣が、これを命ずる。

委員の任期は三年とする。但し特別の事由がある場合に於いては任期中、これを解任することができる。

委員は委員長を補佐し、会務を掌理する。

委員長事故あるときは、その指名する委員その職務を代理する。

六、部長及部員は二級以上の官吏又は学識経験ある者の中から、内閣總理大臣が命令した者を以てこれに充てる。

部長は委員長の命を承けて、その部の事務を掌理する。

部員は上司の命を受けて、会務を掌る。

七、書記は三級の官吏を以て、これに充てる。

書記は上司の指揮を承け庶務に従事する。

八、官吏でなくて、委員、部長又は部員を命ぜられた者の服務に関しては、官吏服務規律を準用する。

九、有価証券取引に関する重要事項を審議するため、委員会に、証券取引会議を置く。

証券取引会議に関して必要な事項は内閣總理大臣がこれを定める。

一〇、右各項に定めるものの外委員会に関して必要な事項は、内閣總理大臣がこれを定める。

備考

一、委員会は有価証券取引に関し、閣令を以て法令を公布するものとする。

二、名称の問題として「証券取引委員会」を、不可とするならば「証券取引管理庁」とするのも一案である。

三、委員会は差当り証券取引所に関する事項のみを掌理するが、将来商品取引所設置の際には、それに関する事項をも掌理するものとする。

なお、八月三〇日付の「証券取引委員会令要綱案」は右と同文で、備考の三が欠けている（同前）。

(10) 同前。

(11) 同前。

(12) アダムスはもとカリフォルニア州で証券業に従事していたといわれ、証券市場の問題については、かなり深い知識をもち、二二年、二三年の「証券取引法」は事実上かれの指導によって作られたといわれている。かれが司令部の財政課に勤務したのは、昭和二一年四月からであるが、当初は企業財務 Corporate Finance 担当のフレントリンガーの下で働いており、おそらく二二年半ばころ財政課金融係に企業財務担当とならんで、証券 Stock Exchange 担当が置かれ、アダムスがその任に就いたものと思われる(GHQ, Occupation Forces Telephone Directory, May and June 1947, Op. cit, Oct.—Nov.—Dec. 1947)。

(13) T. F. M. Adams, Memo for File, Summary of Securities Exchanges Bill, 9 January, 1947 (「スートランド文書」・大蔵省資料Z七〇三一—一六)。

(14) 理財局証券課「証券取引法案想定質疑応答」(昭和二二年二月)(大蔵省資料Z三九二—一)。また、二月一八日付で法案の英訳が作成されている(大蔵省資料Z五二六—二八—二)。

第五節 「証券取引法」の改正——昭和二三年法の制定

昭和二三年三月二八日公布された「証券取引法」は、各規定ごとに施行の期日を勅令で定めることとなっていた（附則第一条）。しかし、施行は延引し、法制定後約四カ月のちの七月二二日、政令第一四五号によって証券取引委員会に関する条項のみが七月二三日から施行された。同法の証券取引委員会の権限、機能を示す規定は次のようになっていた。

第七十八条 有価証券取引の適正を図り投資者の利益を保護するため、政府に証券取引委員会（以下委員会という。）を置く。

委員会は、前項に定める目的を達成するため、左の事務を行う。

- 一 この法律施行に関する方針について審議すること
- 二 この法律に基く命令及び重要な処分について審査し、承認すること
- 三 この法律の施行に関する事項について調査し、必要がある場合は、関係者の意見を徴し又はその帳簿書類の提出を求めること
- 四 有価証券に関する調査を公表すること
- 五 この法律の施行のため必要な予算の作成に関与し、必要がある場合は、その結果を内閣に報告すること

したがって、この委員会は、同じころ発足した公正取引委員会のような行政委員会でもなく、また、大臣の単なる諮問機関でもないという、性格のきわめてあいまいな機関であり、証券行政事務を担当する行政機関は、別途大蔵省

の外局として証券局が設置される構想であった。この規定が「証券取引法」全般の規定に先立って施行されたのは、「法」の施行方針の審議、施行に関する事項に対する意見の聴取などを行なう必要があったからであるが、実際に委員が任命されたのは、さらに遅延して、二二年九月一三日であった。また、証券局設置の官制案も、司令部の意向で承認が延引していた。⁽¹⁾

この間、証券業界からは「証券取引法」の早期施行が要望された。金融制度調査会（第二次）第六特別委員会（証券部門）は、二二年七月一七日、「証券取引法の施行に関する意見書」を決議し、これを政府に提出している。⁽²⁾

このように、法の施行が遅延したのは、司令部経済科学局財政課の証券担当官が、ブレントリンガーからアダムスにかわり、法の施行に関する政令について大蔵省と意見が一致せず、法の細部にわたり検討を加えていたことと、おそらく司令部内で意見の調整に手間どっていたためと思われる。⁽³⁾

アダムスの二二年「証券取引法」の全面改訂に関する提案は、二二年一〇月二七日付の非公式文書として大蔵省に手渡された。⁽⁴⁾それは「証券取引法改正案」と題し、「証券取引法は次のように改正しなければならない」という書き出しで、二二年法に対する改訂意見を逐条的に記した膨大な文書であった。その主要点を、大蔵省では次のようにまとめている。⁽⁵⁾

証券取引法改正に関するアダム氏提案主要点（理証二二、一一、四）

一、施行令（政令）として規定する事項を法律に組入れること

二、証券取引委員会の権限を強化すること

1 委員会を内閣総理大臣の所轄に属せしめること（この点G・Sの態度は未決定）

- 2 証券取引法に基く命令、認可その他の行政処分は、委員会が、独立してこれを行うものとする（公正取引委員会の如きものにならう）
 - 3 委員会が証券取引法に基き必要な施行細則、告示等を定め得るものとする（施行細則を委員会が公布することは憲法上不可能と思われる）
 - 4 委員会に専門の職員を置くことができるものとする（証券局の設置は否定していないが委員会との関係において二重の組織を避けるためには証券局を委員会の事務局とすることになるであろう）
- 三、証券取引法の内容を次のように改正すること
- 1 有価証券の範囲を拡張して、新株引受権、株券発行前の株式を表示する証書等を含めること
 - 2 株式又は社債の発行届出制度について
 - イ、届出を公募の場合に限ること
 - ロ、十五日の期限前発行の制度を認めること
 - ハ、届出書の効力発生停止命令を行い得るものとする
 - 3 証券業の営業及び取引所の設立の免許主義を廃し要件充足主義として委員会に登録せしめる制度とすること
 - 4 証券取引所の設立地区の制度を廃止すること
 - 5 取引所会員に要求される純財産額は証券業者のそれと同一にすること
 - 6 上場証券に関し取引所に登録せしめる制度を設けること
 - 7 証券業協会の登録制度を設けること
 - 8 馴合売買その他の相場操縦及び空売を禁止すること

- 9 重役大株主の株式の移転による利得を返還せしめる規定を設けること
- 10 議決権行使の委任を勧誘することを制限すること
- 11 委員会による処分はすべて審問の後之を行うものとし、且つ審問は公開するものとする
- 12 場外市場に関する罰則を整備すること

備考

- 1 今次国会に間に合わなくとも次期国会に早々上提するように取り運ぶこと
このため取引所の再開が三、四箇月遅れてもやむを得ない
- 2 今回の提案のように改正しなければ司令部の他の部局の承認を得ることはできない
みぎのアダムス提案は、政令で規定することを予定していた事項を法律に移すというにとどまらず、証券取引委員会の権限の強化、証券業、証券取引所の免許制を要件充足主義による登録制とするなど、法のたてまえの重要な改訂を含んでおり、アメリカの一九三三年の「証券法」および一九三四年の「証券取引法」とほとんど同じ内容のものであった。そのうえ、司令部提案をとりいれた法案を次期国会早々に上程すべきこと、このため、取引所の再開が三、四カ月遅れてもやむをえないこと、提案どおりの法案を準備しなければ司令部の承認をえられないこと、という強い意向が伝えられたのである。

日本政府は改正案の作成にあたり、みぎの提案を基礎としつつも、他の法律との関係もあって、なお多くの点で司令部と交渉を重ね、二二年一月中旬、大蔵省証券課担当官とアダムスの逐条審議が行なわれた。次に、法案は法制局にもちこまれ、二百余条にのぼる条項の検討が二三年一月早々から約一カ月余にわたって続けられた。⁽⁶⁾ その間の二三年一月二二日、アダムスから一枚の紙片による提案が手渡された。それは、それまでのアダムスの提案にはなかつ

た新しい提案で、銀行、信託会社による証券業務兼営の禁止であった。その紙片の邦訳は次のとおりである。⁽⁷⁾

(二三、一、二二) アダムス氏から受)

第二十六条の三 銀行、信託会社その他の金融機関は証券業に従事することができない。但し、銀行が顧客の書面による注文を受けてその計算により(但し、如何なる場合においても自己の計算によりすることはできない。)有価証券の売買をするのは、この限りでない。

銀行、信託会社その他の金融機関は有価証券の引受をしてはならない。但し、他の法律(金融業法)の定める制限の下に自己の計算により投資の目的を以て有価証券を買入れるのは、この限りでない。

投資の目的を以てする有価証券の売買についての前項の規定による制限は、日本政府又はその地方自治団体の債務については、これを適用しない。(註一)

附則

第二十六条の三の規定はこの法律成立の日から六箇月を経過した日から、これを施行する。(註二)

(註一) 国債及び地方債の引受については制限がない意

(註二) 法律施行の日から五箇月、従つて原案より更に一箇月短縮する意

みぎの提案は、その趣旨のとおり法案の第六五条にとりいれられた。

こうして成文化された「証券取引法を改正する法律案」は、二三年二月一〇日閣議決定のうへ、二月一八日には司令部民政局の法案最終審査に回され、三月二三日、第二国会に上程された。

第二国会において、法案は衆参両院の財政及び金融委員会の討議に付され、衆議院委員会の各派共同提案により第六五条の一部に修正(後述三四二ページ)が加えられたうへ、四月六日両院を通過成立し、二三年四月一三日法律第二

五号として公布された。なお、同法の附則により施行日は法案成立の一カ月後(二三年五月七日)と定められた。ただし、「第二章有価証券の募集又は売出に関する届出」の規定は一カ月後(六月七日)、第六五条の規定は六カ月後(二月七日)に施行された。

改正「証券取引法」、いわゆる「二三年法」といわれるものの趣旨および内容を明らかにするため、やや長文にわたるが、二三年三月二日付で証券課がまとめた左の資料を掲げておく。⁽⁸⁾

証券取引法改正法律案について(理、証、二三、三、二)

一、趣旨

(一) 現行証券取引法は、証券取引委員会に関する規定を除き未施行であつた処、今般E、S、S、アダムス氏の提案に基いて証券取引委員会の権限の強化、証券業者及び証券取引所の免許制度の廃止その他法律の全般に亘り改正を行うと共に、従来政令を以て規定する予定であつた施行令の大部分を法律中に取入れることとした。

(二) アダムス氏提案は、一九三三年米國証券法及び一九三四年米國証券取引所法の各条項を殆どその儘採用しているものであり、これをわが國の成文法に移すに当つては、民法、商法との調和上細部の点については相当の修正を必要とした。併し乍ら骨子においては、米國法に近似するものとなつた。殊に証券取引委員会の機構権限は、米國の証券及び証券取引所委員会(S・E・C)に倣い証券行政に關し独立的に職権を行い且つ法律の施行に必要な規則を制定し得るものとした。

(三) 改正法律において命令に委任されている事項は手数料等の四件で、その他はすべて証券取引委員会規則で定めることになつてゐる。

(四) 現行証券取引法中全然改正を加えない規定は、十数条に過ぎないので、全部改正の形式を採つた。

二、改正の主要点

(一) 第一章総則

1 有価証券の範囲を拡張して、株券発行前の株式を表示する証書、新株引受権を表示する証書、投資信託の受益証券及びその他証券取引委員会がその規則により指定するものを含めることに改めた。

2 新に募集、売出、発行者、引受人、有価証券届出書、証券業者、証券取引所の定義を加えた。

(二) 第二章有価証券の募集又は売出に関する届出

1 届出を必要とする場合について、現在は発行に際しすべて届出を要することとなっているのを改めて、公衆に対し募集又は売出をする場合に限定した。なお、届出を必要とする株式又は社債の範囲について、額面総額が二十万円以上のものはすべて届出を要したのを改めて、公募総額五百万円を超えるものはすべて届出を要し、五百万円以下のものは公募の範囲が限定されるものについて発行者の申請に基いて届出をしないことができるものとした。

2 届出義務者として発行者を加えた。

3 届出後三十日を経た日から届出の効力を生ずることに改め、この期間経過前に募集又は売出をなし得る制度をも認められた。

4 募集又は売出開始後において、これを停止する命令を発することができることにした。

5 目論見書又は有価証券の交付について制限規定を設けた。

6 募集又は売出届出書に対する民事責任を負うべき者として、届出義務者の外に引受人、鑑定人その他の専門家並びにこれらを統制する者をも加えた。

なお、民事責任が免除される場合及び損害賠償の責に任ずべき額等について詳細な規定を設けた。

7 毎事業年度業務又は財産の状況に関する報告書を提出すべき者をすべての株式会社又は株式会社合資会社とせず募集又は売出の届出をした有価証券の発行者に限るものとした。

8 募集又は売出の届出書の届出者、引受人その他の関係者に対し報告若しくは資料の提出を命じ又はこれを検査し得ることとした。

(三) 第三章証券業者

1 証券業者の免許制度を廃し、これに代る方法として証券取引委員会に登録する制度とし、登録については要件充足主義とした。

2 証券業者の純財産額について、その最低額を定めないことに改めると共に、負債が純財産額の二十倍を超えない範囲において証券取引委員会の指定する倍率を超えてはならないものとした。

3 証券業者の支店その他の営業所又は代理店の設置について、認可制度を廃し自由にすると共に、営業保証金に供託額を本店については十万円、支店その他の営業所については毎営業所について五万円に引上げることとした。また証券業者の他の営業を兼営することについては、証券取引委員会の承認を受けなければならないものとした。

4 証券業者は社債募集の委託を受ける会社とすることができないものとした。

5 証券業者の店頭売買においても、呑行為、馴合売買その他不当な取引を禁止すると共に、その顧客に対して注文を受けた売買その他の取引の態様を明示しなければならないものとした。

6 証券業者が有価証券の売買その他の取引について、その顧客に供与することができる信用の額は、当該取引額に対し五五%を超えない範囲において証券取引委員会の申出により大蔵大臣の定める率を超えてはならないものとした。極言すれば委託証拠金は、四五%を下らない率で大蔵大臣の定める率を下つてはならないものとした。

7 証券業者は、証券取引委員会の定めるところに違反して、顧客から預託を受け又は顧客の計算において自己が占有する有価証券を質入又は貸付をすることができないものとした。

8 証券業者の外務員について、必要な事項の届出をなさしめることとした。

- 9 銀行、信託会社その他の金融機関は、一定の場合を除き、証券業を営むことができないものとした。
- 10 有価証券の割賦販売についての取締規定を設けた。

(四) 第四章証券業協会

- 1 証券業協会について証券取引委員会に登録する制度を設け、登録については要件充足主義とした。
- 2 証券業協会の規約において規定しなければならない事項、協会のなした会員の除名その他の処分についての証券取引委員会の審査、規約の変更命令権、協会に対する処分又は報告徴取若しくは検査等に関し規定を設けた。

(五) 第五章証券取引所

- 1 証券取引所設立の免許制度を廃し、これに代る方法として証券取引委員会に登録する制度とし、登録については要件充足主義とした。
- 2 証券取引所の設立地区制度を廃止した。
- 3 会員の純資本額について、証券取引所は、その定款において最低額を定めることができるものとした。
- 4 上場証券については、発行者から証券取引所に対し上場申請書を提出し、証券取引所において上場することを適当と認めた場合は、これを証券取引委員会に届け出た後証券取引所に登録し上場せしめる制度を設けた。但し、一の証券取引所において登録済の有価証券について当該証券取引所の所在する郡市町村以外の地に所在する他の証券取引所が登録しようとする場合及び当該有価証券について、その発行者が募集届出書又は売届出書及び毎事業年度報告書を証券取引委員会に提出している場合においては、証券取引所は、当該有価証券の発行者からの申請によらないで証券取引委員会の承認を受け、これを売買取引のため上場することができるものとした。なお、この改正法律施行の日から六箇月以内においては、経過的に証券取引所は、右の方法による登録をしないで有価証券を売買取引のため上場することができるものとした。

上場有価証券の上場廃止については、証券取引所又は発行者より証券取引委員会に申請して承認を受けなければならないものとした。

- 5 登録有価証券の発行者は、毎事業年度、その事業及び財産の状況に関する報告書を、登録した証券取引所及び証券取引委員会に提出しなければならないものとした。
- 6 募集届出書及び売届出書の提出を必要としない有価証券については、4及び5は適用されないものとした。
- 7 会員の馴合売買、相場操縦等について取締規定を設けると共に、その違反者は被害者に対し損害賠償の責に任ずるものとした。
- 8 会員の過当投機を取締る規定を設けた。
- 9 証券取引委員会は、その規則の定めるところにより空売又は逆指値注文を制限し得ることとした。
- 10 証券取引委員会は、証券取引所の定款、業務規程、受託契約準則その他の規則及び業務について、適当な変更その他の処分を命ずることができるものとした。

(六) 第六章仲介

独立の章とした。骨子は現行法に同じ。

(七) 第七章証券取引委員会

- 1 委員会は大蔵大臣の所轄に属するが、その組織及び権限は大体公正取引委員会に準じ、独立的にその職権を行うものとした。
- 2 委員は、三名、官吏とし、内閣総理大臣がこれを命ずるものとした。委員長は委員の中から、これを互選するものとした。
- 3 委員会に事務局を附置するものとし、委員会の職員は、これを官吏とした。

4 委員会は、証券取引法に関する行政処分を行うと共に、証券取引法の施行に関し公益又は投資者保護のため必要且つ適当である規則を制定し得るものとした。

(八) 第八章雑則

- 1 予め審問に附すべき主要な行政処分を拡張すると共に、審問の公開の制度を採つた。なお、審問について、関係人、鑑定人等の出頭を求め又は関係人について検査をなし得るものとした。
- 2 証券取引法又はそれに基く命令若しくは行政処分に違反する行為をなし又はなそうとする者に対し、委員会は、裁判所に対してその行為を禁止又は制限する命令を発することを請求することができるものとした。
- 3 会社の役員、主要株主が、六箇月以内の期間における売買により利益を取得したときは、当該会社又はその株主の請求ある場合においては、その利益を会社に返還せしめるものとした。
- 4 会社の役員又は主要株主の空売を制限した。
- 5 証券取引委員会は、有価証券の発行者、証券業者等の作成する貸借対照表、損益計算書等について、計理士の監査証明を受けなければならない旨を定め得ることとした。
- 6 株主の議決権の代理行使の勧誘について、証券取引委員会は必要な規則を定めることができることとした。

(九) 第九章罰則

証券取引所市場外における売買その他の行為に対する罰則を強化した。

(十) 附則

法律施行の期日は、この法律成立の日から三十日を経過した日とする。但し、第二章の規定は、この法律施行の日から六十日を経過した日からこれを施行するものとした。

このように、この改正法は結局二二年法の延長線上に位置するものではあったが、①証券取引委員会の権限を強化し行政委員会としたこと、②有価証券の一般募集・売出しに限り届出を強制したこと、③証券業者、取引所設立の免許制を登録制に改めたこと、④証券引受業務を証券業者のみに限定し、金融機関をこの業務から排除したことなどの点に大きな違いがみられた。

みぎのうち、とくに①の証券取引委員会の権限強化と④の証券引受けをめぐる金融と証券の分離は重要な意味をもつ改正点であった。

この証券取引委員会はアメリカの証券・取引所委員会(SEC)に範をとったものである。SECは一九三四年の「証券取引所法」によって設置された証券市場規制を行なうための独立機関であり、「証券法」、「証券取引所法」をはじめ六法律を所管・運営する委員会として、証券の発行・売買・取引所等すべてに関し広範な権限をもち、それらを監督している。これに対し、二二年法の証券取引委員会は、大蔵大臣の責任のもとに置かれた諮問、調査機関であり、アメリカの場合と異なって独自の権限——たとえば行政処分の権限など——はなかった。しかし、二三年の改正「証券取引法」ではその権限が拡大された。大蔵大臣所管の行政委員会形式の行政官庁となり、三名の委員による合議制の委員会のもとに事務局が設置され、「証券取引法」に関する行政処分、投資者保護等に関する権限が大幅に認められ、アメリカのSECに一步近づけられた。この委員会は二三年五月七日発足した。なお、講和発効後二七年八月一日、証券取引委員会は日本経済の自主体制に応じて廃止され、大蔵省理財局の一部として吸収された。

次に、改正「証券取引法」第六五条は、有価証券の募集、売出し、引受けを証券業務と規定し、銀行、信託会社、その他証券取引委員会規則が規定する金融機関が証券業務を営むことを禁止した。この制度もアメリカ制度の導入で

あり、金融機関の証券引受業務に伴うリスクの回避が基本的なねらいであった⁽¹¹⁾。したがって、国債、地方債、政府保証債等、安全度の高い債券については、金融機関の引受けが例外的にみとめられた。また、自己の計算により投資の目的をもって有価証券を買い入れることは認められた。

しかし、株式、社債等主要な証券の引受けについて、金融機関が締め出されることに対しては、銀行、信託会社の側から強い反対の声があがった。とくに社債の発行については、戦後も第六五条が施行されるまで、戦前と同様に主要な大銀行中心の引受シンジケートによって発行されるのが通例であったから、その打撃は小さくなかった。すでに、二〇年暮から二一年にかけて、第一次金融制度調査会の第五部会において「公社債引受制度改善方針案」が作成され「公社債ノ募集及売出ノ引受ハ証券引受会社ノミノ専管トスル」としたが、調査会の他部会の賛成を得ることができず決定を保留した経緯もあつた⁽¹²⁾。

第二国会における審議のなかでは、銀行、信託会社が現状において証券業務を営んでおり、また日本の証券業界の実情からみて、アメリカの業態をそのまま移すことへの危惧が表明されたが、業務の分離が民主化に通じるというたてまえを了承して一応うけいれるという趣旨の発言があつた⁽¹³⁾。そして、衆議院財政及び金融委員会における各派共同提案として、信託業務の急激な縮小をおそれ、かつ法の不備を是正する趣旨で、信託会社が信託契約に基づいて証券を売買することを認める旨の修正案が提出され、衆参両院で修正案が採択された。成立した第六五条の条文は左のとおり。傍線を付した部分が国会で修正された箇所である。

第六十五条 銀行、信託会社その他証券取引委員会規則で定める金融機関は、第二条第八項各号に掲げる行為をなすことを営業としてはならない。但し、銀行が顧客の書面による注文を受けてその計算において有価証券の売買をなし、又は銀行、信託会

社その他証券取引委員会規則で定める金融機関が他の法律の定めるところにより投資の目的を以て又は信託契約に基いて信託をなす者の計算において有価証券の売買をなすのは、この限りでない。

前項の規定は、国債証券、地方債証券並びに政府が元本の償還及び利息の支払について保証している社債券その他の債券については、これを適用しない。

第六五条は法成立の六カ月後、二三年一月七日から施行されることになったが、その間に、全国銀行協会連合会および信託協会から、証券業者の受入態勢が十分でないため、順調な経済再建を行なうには第六五条施行の一年延期を要望する旨の要望書が提出された。これに対し、全国証券協会連合会では、一年延期の要望書の論拠が不明である旨の反対意見を提出している⁽¹⁴⁾。

このように、「証券取引法」第六五条をめぐることは、すでに制定当時から、証券業界と銀行業界との間にはっきりと利害の対立があらわれたのであるが、結局、何らの修正も加えられなかった。その後、現在にいたるまで、長期間にわたり議論を呼ぶ大きな問題に発展したのである。

(1) 『昭和財政史——終戦から講和まで——』第四卷「財政機関」、五六七ページ。

(2) 「意見書」を抄録すればつぎのとおりである（「金融制度調査会特別委員会報告(三)——第六特別委員会(証券)その一」昭和二年七月(大蔵省資料乙六〇六一三)。

証券取引法の施行に関する意見書(昭和二年七月一七日)

終戦以来二ヶ年、混乱と無秩序の裡にその大半を送った日本経済も漸く復興の途につかんとする折柄、証券市場も亦証券取引法の制定を機会に、新たな理念と構想の下に再出発の日を迎えんとするのは意義深いものがある。然るに本法律には米国の機構制度等多く採用せられ、我が証券取引に新紀元を画さんとするに不拘、法案上提の第九十二帝國議會に於ては遺憾乍ら十分の審議が尽されず、法文の解釈にも疑義なしとせず、殊にその適用を受くる一般事業会社、金融機関、証券業者、

個人を通じ無関心のもの少くなく、之が受入準備は甚だしく後れてゐる。而も一方財産税により物納せられた株式を初め、経済の民主化を図るため処分せらるべき大量の株式の放出は既に実行の段階に入り、更に企業再建整備に基き新設せられる第二会社、減資後の資本増加、旧債権の代物弁済等のため新規に発行せられる株式は、放出株式を遙に凌駕せんとする趨勢に在り、現行の場外取引を中心とする証券市場をもってしては到底その要望を充し得ず、市場再建は一日も忽にするを許さぬ情況に直面している。仍って本特別委員会は証券取引法の施行に関しここに意見書を提出し、関係各方面の注意を喚起すると共に之が促進を図らんとするものであるが、本年六月二十六日別に発表せる「放出株式の分散に関する意見書」とは密接なる因果関係あるを以って、之と併読せられん事を特に希望する。

(中略——引用者)

証券取引法は単なる証券取引所法ではなく、公社債、株式に亘り発行引受、売買取引の総てに付きこれを規正せんとするものであるが、新規証券発行の引受機構を如何に確立せんとするか、その販売組織を如何に編成せんとするか等に関して具体的構想は明示されてゐない。更に売買取引の種類並に期限は未だ決定に至らぬが、米国流のレギュラー・ウェーの方式を採用せんとするものである事は大体既定の事実として認めて不可なく、然るときは証券市場と金融市場とは不可分の関係に立ち、一層現実的なる協力の下に両者相共にこれが実行案を樹立するに非ざれば、その実現は期待されないのである。今やその実施の目睫に迫れるに對し未だ殆ど何等具体的の動きを示すに至らぬは、理由の如何を問はず結局本法の目的達成をそれだけ遅延せしむるものに外ならず深慮を要するところである。本法制定の趣旨の普及徹底につき格別の工夫を講じ、尚左の各項については夫々その決定を急ぎ一日も速に実行に移さん事を要望するものである。

一 投資家保護の前提条件に関する問題

A 投資は元本の保全と利潤の取得を目的として資金を支出するものであるが故に、証券投資に付ては公債所有者、社債権者、株主等の地位を擁護しその権利を確保することが投資家保護の大前提でなければならぬ。殊に一般の株主にとつて最も普遍的な要求は利益配当の分配であり、議決権の行使等はむしろ第二義的に考へてゐる実情に鑑み、且つ新資本の蓄積を容易ならしめるためにも株式投資に對しては先づ以つて適正な株主配当の行はれることが肝要であること。

B 市中金利の昂騰に應じ公社債利子、株式配当率は之に見合ふ程度に引上げられることが望ましいが、会社収益には自ら限度があり、投資家の手取利回の向上を図るためには、個人の配当所得に對する所得税の綜合課税を源泉課税に改

め、且つ会社利益金に對する課税を緩和することが必要であること。
C 証券に流通性を与へる為めには、証券担保金融制度の復活が必要であり、現在の如く証券金融の極度に梗塞せる状態は、投資家保護の見地からも早急に打開せられねばならぬこと。
D 従来の株式投資は投資と云ふより投機に偏せる傾向強く、必要な資金の配分を紊し却つて投資家の不利益を招く結果となる場合が少くなかつた。これは投資家の証券知識の欠如に原因の一つがあると認められるをもって、今後株式に關する啓蒙宣伝に努める要あること。

二 証券取引委員会の運営に関する問題

A 証券取引法に定められた証券取引委員会はその法的性格明確を欠き、米國に於ける証券取引所委員会又は独占禁止法の公正取引委員会等に比し機構としても不徹底のきらひがある。何よりも大蔵省外局たる証券局の単なる諮問機関に墮することなきやうその運営に付て特に考慮を払ふ要あること。

(B—E略——引用者)

三 新規発行の届出制に関する問題 (略)

四 証券業者の範囲に関する問題

A 証券業者の免許は立法の精神により機会均等、自由平等の原則を尊重すべきであるが、一方金融機関の担当分野の確立、投資家保護の建前より銀行、信託会社、生命保険会社、証券業者、百貨店等の営む証券業務には限度を設け、又乱立の弊に陥ることなきやう考慮すること。

B 銀行(貯蓄銀行を含む)、生命保険会社、農林中央金庫は原則として引受業務の範囲に、信託会社は引受業務と代理事務の限度内に於ける売買業務の範囲に、百貨店は小額債券販売の範囲に限り証券業者としての免許を与へるのが妥当であり、專業の証券業者は以上の各業務を営み得るものと為すも、引受業務に關して資本金五百万円以上の株式会社に限之を認むることとする。但し証券処理調整協議会の行ふ放出株式の処分に参加する場合には例外を認むること。

C 証券取引所の会員は專業の証券業者を主体とし、信託会社及び一部の銀行、生命保険会社が之に参加を希望する場合には信託業法、銀行法、保険業法等の改正を待ち、米國証券取引所に於ける不活動会員の制度に準じ考慮すること。

D 証券業者の免許に際しては純財産額の規定を厳格に適用する外証券業の特殊性に鑑みその学識経験の有無を参酌し、地方別に定員制を設けることを考究すること。この場合出願の条件として後出の証券協会の同意を要することとし、証券協会が不当に同意を拒む場合には、上級協会又は証券取引委員会に訴願することを得るものとし、その決定により同意に代えること。

- 五 販売機構の整備に関する問題(略)
- 六 証券取引所の設立、運営に関する問題(略)
- 七 代理店制度に関する問題(略)
- 八 受渡並に貸借取引に関する問題(略)
- 九 証券取引所再開に関する問題

A 証券就中株式は国民に最も関心深きものであり、従って正規の証券市場の再開は人心の安定、復興資金の調達に寄与するところ大なりと認められること。

B 国際経済復帰への国内態勢整備のためにも、外資導入の水路を拓くためにも、更に最も切実なる問題としては放出株式の円滑公正、迅速活発なる処分を実行するためにも是非市場再開が必要であること。

C 現行の場外取引は法規関係不明確で市場の組織運営にも遺憾の点あり、大量の売買取引は困難にして且つ受渡の適正も期し得ない状態にあり、正規の市場を再開し、指導、監督を敢にする以外にこれが改善は不可能であること。

D 証券取引所の開設に関し民間各方面の総意を速に結集し、連合軍最高司令部に対し情理を尽してその必要を訴へ、格別の配慮方を懇請すること。

- (3) アダムスは後年、その著書でつぎのように述べている。「二二年法はその詳細についてはほとんど政令にまかせている。大蔵省がある政令を用意したさい、GHQの担当官(アダムスのこと)——かれは二二年法の大わくを決めた前任者とは違った考えをもっていった——引用者)は草案に大はばに手を加え、新しい規定をもち込むことになったため、二二年法そのものを書き改めてしまったほうがよいのではないかと考えた」(T. F. M. Adams & I. Hoshi, *A Financial History of The New Japan*, Kodan-sha, 1972, pp. 51-52)。

- (4) 「証券取引法改正案(一九四七年一〇月二七日T A / g w h草案)」(大蔵省資料Z五二一三一一)。これは、アダムスから手交された英文を理財局証券課で邦訳し十一月三日付でタイプ印刷に付したもの。
- (5) 大蔵省資料Z五二一三一一。
- (6) 岡村峻「占領期証券行政の回顧——証券取引法の制定と証券取引所の再開をめぐって——」(『ファイナンス』昭和四十七年三月、四九ページ)。
- (7) 大蔵省資料Z五二六二二八—三。
- (8) 大蔵省資料Z五二一—二八五。同様の参考資料はほかにも残されているが、これがその最終案とみてよい。
- (9) 他の四法は一九三五年「公益事業持株会社法」、一九三九年「信託証券法」、「投資会社法」、一九四〇年「投資顧問法」である。なお、「証券法」は証券に関する諸事実の公開・開示を保証し、「証券取引所法」は公正なる証券の流通・売買を保証し、投資家保護を目的とした法律である。
- (10) 『昭和財政史——終戦から講和まで——』第四卷「財政機関」、五六八—七〇ページ。
- (11) 周知のように、アメリカでは一九二九年の恐慌の経験から、銀行その他金融機関が証券業務を営むことを禁止し、いわゆる長期金融と短期金融が完全に分離されることになった。一九三三年の「銀行法」(Glass-Steagall Act)によつて、銀行は大衆預金者保護の建前から、リスクの伴う証券業務を禁止された。従来子会社をつうじて証券業務を兼営していた商業銀行や、預金貸付け等の銀行業務を兼営していた投資銀行は、銀行業務もしくは証券業務のいずれか一方を選択せざるをえなくなり、銀行と証券会社は完全に分離されることになったのである。

- (12) 金融制度調査会第五部会の「公社債引受制度改善方針(案)」は、二二年二月一日、第二・第三・第五部会の連合小委員会の討議に付されたが、反対意見が多く出て結論を保留した(日本銀行調査局「戦後わが国金融制度の再編成(昭和二〇年八月—二七年)」調特別特第五号、昭和四二年七月、一一六ページ、「金融制度調査会証券引受制度関係聯合小委員会議事記録(昭和二一、二、一)——大蔵省資料Z五一九—一)。

- (13) 衆議院財政及び金融委員会における田中織之進委員の発言(第二回国会衆議院財政及び金融委員会議録第一六号)。
- (14) 証券取引委員会事務局は二三年一〇月四日付で「証券取引法第六十五条の施行について」という資料をまとめているが、その中で、全国銀行協会及び信託協会の要望ならびに全国証券協会連合会の意見を次のようにまとめている(大蔵省資料Z五一—二八五)。

一、全国銀行協会連合会及び信託協会「証券取引法第六十五条の施行延期方要望の件」要旨
(一) 説明

- (1) 本法案の国会上册に際して銀行及び信託業者の証券業務の実績と我国資本市場の特殊事情等を基礎として引続き証券業務を認められたい旨要望した。
- (2) しかし立法趣旨が金融業務と証券業務との分離にある点に鑑み、大局的見地よりこれを是認した。
- (3) しかるに証券業者の受入態勢は充分でないと思はれるから、六十五条を延期しなければ順調な経済再建は期待し得られない。
- (4) よって一年延期を要望する。

(二) 理由

- (1) SCLCの放出株式はまだ二百億円以上処分されてゐないが、六十五条の施行によって売出の取扱が出来なくなる。
- (2) 再建関係増資、一般増資株消化は、六十五条の施行によって発行者投資家双方に対する正確な情報判断に基く広汎なサービス提供、金融機関の信用による消化促進が出来なくなる。
- (3) 社債の発行については、従来この分野で顕著な功績を有した銀行、信託業者に若干期間引受募集等をなさしめることは、数十億円に達する社債前貸の処理や起債者側の資金需要を満しえない。

(三) 結論

証券業者にパトンを渡すには、右の事情より若干の日時を要すべく又インベストメントバンカーの如き強大な引受機関のない現状に於て莫大な各種有価証券の消化のため、暫定的に第六十五条の施行を延期して銀行信託業者を充分活用してほしい。

二、全国証券業協会連合会「証券取引法第六十五条の施行延期反対の件」要旨

- (一) 一年延期の要望書の論拠不分明であり、その真意がどこにあるか了解に苦しむところである。
- (二) 理由
 - (1) 一年延期は、投資家及び預金者の保護につき不満足な状態を一年延長するのみであり、且新金融制度確立の方法とも相反する。

- (2) 銀行債、会社債、地方債の引受業務は戦争以前は証券業者の充分活躍したところであり、只戦時中元引受より下引受の地位に一時後退したのみである。又株式の引受業務は証券業者の専業に近いものであった。
- (3) 社債については今後の問題は引受機関(証券業者)と受託機関(金融業者)がいかに緊密に提携していくかの点にあるのみである。両者は対立すべきではなく唇齒輔車の関係に立つべきものである。
- (4) 最近の証券市場の不活発は消化力を遙かに超えた証券の処分乃至発行によるものであって、証券業者の責任だけではない。従って今日の証券市場により最も必要なものは金融的措置であり、これあって始めて証券消化が促進される。
- (5) 金融機関は投資として総額引受をなしうるから、この方面よりの活動分野は残されてゐる。
- (6) インベストメントバンカーは存在しないといわれているが、最近証券業者は資本を充実し内部機構を整備し、販売網を拡大し、インベストメントバンカーたる態勢を強化しつつある。
- (7) 終戦後社債公募分の九四・七％は証券業者を通じて消化され、更に最近一〇％内外の個人投資者への消化をみているのは、証券業者の努力と経験によるものである。
- (8) SCLCの処分株式の取扱は今後とも銀行は行い得る。又これが一般大衆消化分の八―九割は証券業者の取扱によつてゐる。

第二章 取引所閉鎖中の証券市場

第一節 集団取引の展開

取引所が閉鎖されたため、取引所を機構的な中核とする証券流通市場は存在しなかった。しかし、戦後混乱期において有価証券を現金化する必要に迫られた人々は少なく、そうした人々は証券業者の店頭に現われ、証券の売却を依頼する以外に方法がなかった。証券業者の店頭における自然発生的な証券売買の開始であった。組織的な市場が形成されていなかったから売買は勢い偶然性に左右され、価格も当然統一されたものではなかった。顧客の注文が増加するにつれて、証券業者は次第に相互に情報を交換しつつ、特定の場所に集合し、売買の集団化がすすんだ。いわゆる集団取引が活発化してきたのである。取引の場所ははじめ取引所周辺の路上、特定証券業者のビル、地下室等で開始されたが、売買の集団組織化につれて、東京では取引所近くの日証館に集中した。集団取引は、東京都においては昭和二〇年二月一七日、大阪市においては同月一九日、名古屋市においては二一年一月から、その他主要都市においても、その後順次開始された。⁽¹⁾

表2-1 集団取引の実態

所在地	参加業者数			上場株式銘柄数		23年度中売買高	
	23年 3月末	23年 10月末	24年 3月末	23年 5月末	24年 3月末	株数	百分比
東京	104	132	131	790	830	195,293,898	52.2
大阪	63	83	83	622	727	97,550,957	26.5
名古屋	40	52	53	545	420	39,040,791	10.7
京都	17	34	41	363	865	12,371,864	3.5
神戸	19	24	31	340	287	10,502,423	2.9
広島	25	28	28	327	429	4,081,679	1.2
福岡	13	12	30	397	318	4,345,875	1.3
新潟	16	20	21	70	312	6,089,437	1.7
計	297	385	418	3,454	4,188	368,458,496	100.0

出所：「証券取引委員会報告書」昭和23年度，71—73ページ。証券取引委員会
監理部調査課「集団取引について」（大蔵省資料Z526-28-5）。

における売買高をみると、東京が過半を占め、つづく大阪、名古屋の三集団の合計は、全国の集団取引の九〇%弱を占めていた。なお、証券取引委員会の「証券取引法（昭和二十三年法律第二十五号）第七十九条第一項の規定に基づく報告書」（以降「証券取引委員会報告書」と略称する——引用者）昭和二三年年度によれば、二三年年度の集団取引売買高三億六八四五万株は、前年の二億一五一〇万株に比し七一%の増加であり、二三年九月までは著しい増減はなかったが、一〇月に売買高が倍増し、十一月、十二月に激増して二四年に及んでいる。⁽⁴⁾

取引所が再開されるまでの集団取引および店頭取引の推移を東京市場についてみれば、表2-1のとおりである。前述のように、東京市場の取引は、全国の出来高のほぼ五割を占めていたから、全国的な趨勢を知ることができよう。一日平均の売買高は年次を追うごとに増加した。ことに、集団取引においても、店頭取引においても、二三年一〇月から二四年にかけて出来高は急増している。このように集団取引は活況に推移したのであるが、その基本的要因は、インフレの高進によって、株式投資に対する需要

司令部、大蔵省は、集団取引を店頭取引の延長とみなし、その必要性を認めてそれを黙認した。大蔵省は集団売買の意義を次のように規定している。⁽²⁾

集団売買は有価証券業取締法に基いてなされる売買（市場売買に対して店頭売買という）において約定の出会い及び受渡の便宜を図る為、特定の証券業者が集団で取引を行ふものであって取引所又は類似取引所ではない。

故に之を清算取引化すること、又は投機取引の対象として市場化することは蔽に避けなければならない。

自然発生的に形成された集団売買は、次第に参加業者の数を増し、受渡しの組織化、売買取決めが行なわれるようになった。取引所が再開される直前の二四年三月末現在、集団取引の行なわれていた全国八カ所の集団取引の主催機関と場所は次のとおりであった。⁽³⁾

主催機関	場所
東京証券業協会	東京都中央区日本橋兜町一ノ八 日証館内
大阪証券業協会	大阪市東区今橋一ノ二 絵野証券内
名古屋証券業協会	名古屋市中区伊勢崎町一ノ三 日証ビル内
京都証券業協会	京都市中区南洞院通四条上ル 京都証券内
神戸証券業協会	神戸市生田区京町七九 日本ビル内
広島共同証券	広島市銀山町一 旧日証市場
福岡証券	福岡市天神町五五 西部証券内
新潟証券業協会	新潟市上大川前通十番地 旧日証市場

各地の集団取引の二三年から二四年初めにかけての実態を表示すると表2-1のとおりで、各集団別の二三年度中

表2-3 東証株価指数

(昭和21年8月=100)

年 月	総指数	数量指数	流通代金 指数
銘柄数	140		
21年8月	100.0	100.0	100.0
9	119.8	183.2	219.5
10	122.2	133.2	162.8
11	112.9	114.9	129.7
12	105.6	131.3	138.7
銘柄数	175		
22年1月	106.9	142.5	152.3
2	106.5	185.8	197.9
3	111.6	265.7	296.5
4	136.2	404.4	550.8
5	150.4	401.3	603.6
6	147.4	337.7	497.8
7	134.0	231.3	309.9
8	122.7	141.7	173.9
9	126.5	182.5	230.9
10	116.8	152.9	178.6
11	113.1	148.3	167.7
12	125.5	328.9	412.8
銘柄数	216		
23年1月	155.4	530.8	824.6
2	235.3	207.5	488.2
3	278.1	631.2	1,688.5
4	281.2	338.3	951.3
5	249.7	238.2	594.8
6	231.2	228.4	528.1
7	255.5	380.5	972.2
8	258.8	321.8	832.8
9	234.5	275.5	646.0
10	246.5	451.8	1,113.7
11	297.3	872.4	2,193.5
12	394.8	1,320.8	5,214.5
銘柄数	230		
24年1月	490.3	1,303.6	6,391.6
2	464.3	799.1	3,710.2
3	579.4	1,253.0	7,259.9
4	609.5	1,206.7	7,354.8

(注) フィッシャー理想算式。
出所：野村証券調査部編『証券統計要覧』
昭和30年版、4-5ページ。

場は幾度か活況を呈したが、ブームは年を経るごとに波を高くし幅を広げてゆき、株式の消化力を増大させた。しかし、集団取引は自然発生的な店頭売買から発展したものにだけに弊害も大きく、不健全な投機取引、不正取引も行なわれ、市場の混乱を招く事態も起こった。大蔵省は二二年一月一二日付理財局長通牒(理秘第三六七五号)をもつて、「有価証券業取締法」(昭和一三年法律第三二号)に基づいて、受渡期日経過後の玉の処分につき規制を強め、受渡しを確実にするよう措置したが、なお不健全な取引は跡を絶たず、翌二三年一月二一日、東京集団売買の受渡し未済玉の整理について警告を發した。しかし、株式の受払い未済高は二七三万株にも達したため、一月二七日、各地の集団取引は一斉に自粛し、売買を休止するに至った。一月二九日、株式投機の抑制について大蔵大臣談が發表され、

表2-2 東京市場株式集団取引・店頭取引売買高

(単位：千株、百万円)

年次	集団取引				店頭取引				総計		
	株数	金額	1日平均 均売買 株数	立会 日数	株数	金額	1日平均 均売買 株数	営業 日数	株数	金額	1日平均 均売買 株数
昭和20	209	...	21	10	...	...	...	...	...	...	...
21	41,105	1,421	155	265	33,724	...	351	...	...	...	...
22	120,794	8,804	407	297	247,544	...	831	298	368,338	...	1,237
23	282,319	34,642	974	290	614,798	72,453	2,091	294	897,117	107,095	3,065
24	264,481	47,124	2,472	107	548,895	93,421	5,130	107	813,375	140,545	7,602

(注) 1. 取引所開設前、すなわち24年5月13日までの売買高。
2. 店頭取引の株数は21年9月以降、金額は22年9月以降の調査であり、それ以前は不詳。

出所：『東京証券業協会十年史』365ページ。

が増大しつつあった点に求められよう。集団取引においては、取扱銘柄に特別の制限はなかったが、あらかじめ届出を必要とし、また売買方法は相対取引によった。なお、「金融緊急措置令」(昭和二二年二月一七日勅令第八三号)の公布直後、二二年二月二三日以降の証券売買は、新円と封鎖預金の二本立てで行なわれた。その経緯については、証券金融と関連して次節で述べる(三六〇ページ)が、株式流通資金が封鎖預金勘定からも供給されるようになって、株式流通市場の拡大は促された。しかし、封鎖預金で株式を買い、これを売却して現金を取得するといふ封鎖預金の事実上の引出しを目的とした売買が行なわれるようになったため、二二年六月二〇日、大蔵省は証券買入資金の封鎖預金支払を規制した。また、その間に新円投資層が増え、二二年半ば過ぎから新円売買が一般的になった。なお、封鎖預金売買と新円売買とは、同一銘柄で二〇—二五%もの値開きが生じたといわれる。東京では、二二年七月末から新円建一本の相場をたてたが、取引所が再開されるまでの集団売買時代の株価の動きを、東京証券取引所設立準備室調による株価指数によってみると表2-3のとおりである。売買市

「投機に流れ、証券民主化に悪影響を及ぼす虞ある者に対しては嚴重なる態度を以て望む」旨が表明された。

さらに大蔵省は、一月三十一日理財局長通牒⁽¹⁰⁾（蔵理第八一号）をもって、当分の間顧客との間は「直証」とし、業者間は翌日受渡しとすることに決定した旨各証券協会に通牒し、二月中に七証券業者に業務停止処分を行なった。また集団売買再開は、整理の完了したところから大蔵省で承認を与える方針とし、二月一六日に東京、二月二八日名古屋、京都、福岡、三月一日に大阪、神戸、新潟、広島各集団取引が大蔵省の承認を経て再開された⁽¹¹⁾。

一三年五月七日発出した証券取引委員会は、みぎの経緯にかんがみ、集団取引について嚴重な監督を行なうこととし、証券検査機関の強化拡充をはかり、発足早々、証券業者の検査事務の一部を財務局に委譲した。一三年五月から二四年三月までの検査件数は四〇六件、全国の証券業者の約五〇％にあたった。これは、委員会発足以前の検査件数七一件の約六倍にあたった。検査の結果、整備改善を通牒したものの七〇件、営業停止処分としたものの四件、登録取消処分としたもの七件、計八一一件に対して措置をとった。このうちには看做業者の処分も含まれていた⁽¹²⁾。

- (1) 「証券取引委員会報告書」昭和二三年度、六九ページ（大蔵省資料M一〇・一八一一）。
- (2) 「集団売買について」（理財局「理財部長会議関係資料」昭和二三年三月五日）（大蔵省資料Z五一―二八七）。
- (3) 「証券取引委員会報告書」昭和二三年度、七〇ページ。
- (4) 同前、七三―七四ページ。
- (5) 『東京証券業協会十年史』、八一―八二ページ。
- (6) 前掲「理財部長会議関係資料」（大蔵省資料Z五一―二八七）。
- (7) 同前。
- (8) 「証券取引委員会報告書」昭和二三年度、七四ページ。
- (9) 「大蔵省発表集録」第一四六号、昭和二三年一月三十一日。

(10) 前掲「理財部長会議関係資料」（大蔵省資料Z五一―二八七）。

(11) 同前。

(12) 「証券取引委員会報告書」昭和二三年度、七四―八二、九六ページ。

第二節 証券民主化運動と証券金融

昭和二二年末から二二年にかけて、財閥解体、閉鎖機関の整理などにもなつて、大量の株式が証券処理調整協議会（以下SCLCと略称する）の手によって処分されねばならないことが明らかとなり、そのため、一般大衆投資者に売り出される必要があつた。二二年一月に設置された第二次金融制度調査会の第六特別委員会は証券部門を担当し、二二年四月から活動を開始したが、二二年五月三〇日に提出した「中間報告」において、「財閥の解体経済の民主化とは畢竟、これまで特定の法人、一部の個人によって多額に所有せられていた株式を広く一般大衆に分散保有せしめることに外ならぬ」と指摘し、同年六月二七日に提出した「放出株式の分散に関する意見書」によって、SCLCによる株式処分の具体的方策を答申した⁽¹⁾。

一方、証券業界内部においても、証券民主化についての検討がすすめられ、二二年一〇月、証券業協会連合会は証券民主化運動を全国的規模のもとに展開することを決定した⁽²⁾。このように、証券民主化運動そのものは、日本側、とくに証券業界を主体として開始されたが、この運動は司令部の絶大な支援をうけることになり、同月、司令部民間情報教育局 Civil Information and Education Section の斡旋によつて、証券民主化委員会が設置された。委員会は、大蔵省、証券取引委員会、商工省、通信省、文部省、運輸省、農林省、通貨安定対策本部、SCLC、東京証券業協会等により構成され、関係機関がそれぞれ特徴を発揮して証券民主化の推進を図ることになった⁽³⁾。

運動は、まず二二年一月一日の証券民主化促進全国大会をもつて開始された。この大会は、経済団体連合会、全国証券協会連合会、全国銀行協会連合会、信託協会、生命保険協会、日本産業協議会、日本商工会議所の七団体共催で開催され、各界代表の挨拶ののち、「本大会の名により、利潤対策、租税政策、証券金融其他一切の施策を挙げ、資本就中産業資本を尊重してその蓄積並に民主化を促進し、一日も速に祖国再建に寄与せんことを望む」旨の決議が採択され、政府はじめ関係方面に提出された⁽⁴⁾。また、同日午後、全国証券協会連合会は臨時総会を開き、証券民主化実現のため、①証券金融拡充、②臨時証券金庫（仮称）設置、③配当制限撤廃、④証券関係諸税改廃、⑤証券取引所再開等を要望する旨の決議をまとめ、国会、政府その他に提出した⁽⁵⁾。

時あたかも金融市場では救国貯蓄運動が開始されたこともあり、証券市場におけるこのような運動は、その一環を担うものとして政府、日本銀行も協力的であり、また司令部も全面的支持の態度をしめした。具体的運動の本部は東京証券業協会内に設置され、各地で展開される運動の推進につとめた。運動の内容は、①各地における講演会の開催、②新聞・雑誌・ポスター・ラジオ等による宣伝、パンフレットの配布、③臨時投資相談所の開設、④株式投資展覧会、⑤映画会、演芸会の開催、その他広範囲におよぶ投資PR運動であった⁽⁶⁾。また、証券取引委員会はこの間証券知識の普及につとめた⁽⁷⁾。

この運動は、あくまでも証券投資、証券市場等に関する知識の普及、啓蒙活動に重点があり、ほとんど一般大衆投資者に浸透していなかった証券投資の知識、慣行を広めることであつた。大量に累積する放出株式の売出しが成功するためにはこのような大衆投資者の株式市場への動員が不可欠であつたからである。そのためには、たんなる国民大衆に対する証券投資知識の啓蒙・普及だけでは不十分であつたわけで、実際の証券投資に必要な投資資金の不足を補

うべき金融措置が講ぜられる必要があった。とくに公開株式の売出しが、一般大衆投資者に対してだけでなく、指定会社従業員や地元住民に対しても行なわれたから、証券投資のための何らかの金融措置がすみやかに実施される必要があった。さらに、売出しを直接担当する証券業者への金融も当然必要とされた。そのことは、前述したように、証券民主化運動発足にあたって二二年一月一日に発せられた決議においても明らかで、証券金融の拡充は、民主化運動をいわば金融面から支えるものとして、きわめて重要な意味をもつものであった。

そこで、終戦後から二二年末までの証券金融の実態についてふりかえってみよう。まず集団売買が始められた直後、二二年二月一七日、「金融緊急措置令」(昭和二二年二月一七日勅令第八三三号)が公布施行されたが、この措置によって、「金融緊急措置令施行ノ際現ニ存スル株式又ハ出資ノ払込ノ為ニ之ヲ要スル金額」(「金融緊急措置令施行規則」第六條第六号ノ規定ニ依ル指定)昭和二二年二月一七日大蔵省告示第二七号の第二号)には封鎖支払が認められたものの、証券売買の決済はすべて新円に限定されることになったため、証券界の打撃はきわめて大きく、事実上売買を停止せざるを得ない状況となった。このため、証券市場関係者は大蔵省に証券取引に封鎖支払の特例を認めるよう要望した。⁽⁸⁾これに対し、大蔵省は同年二月二三日、証券買入資金の封鎖支払を認めることとし、告示第三五号によって二月一七日の告示を改正し、「金融緊急措置令施行ノ際現ニ存スル国債、地方債、社債又ハ特別ノ法令ニ依リ設立セラレタル法人ニシテ会社ニ非ザルモノノ発行スル債券ノ買入並ニ同令施行ノ際現ニ存スル株式又ハ出資証券ノ買入ニ要スル金額」に対して、封鎖支払が特例として認められた。

こうして、金融緊急措置によって旧券が新円に交換され、旧券が強制通用力を失った三月二日の時点以降、証券売買は新円と封鎖預金の二本立てで行なわれることになった。しかし、これは架空売買を装った新円と封鎖預金の交換に悪用される結果を招いた。そこで二二年六月二〇日、大蔵省は銀行局長通牒「事業資金の供給等に関する件」(蔵銀第四五九号)をもって、株式売買による証券買入資金の封鎖預金からの支払に関しては、新たに当該会社の認証ある株式名義書替申込書を同時に提出させることとして、その弊害を絶った。そのため、株式の取引は、この頃からおおむね新円一本建に移行した。⁽⁹⁾その後も、封鎖預金からの封鎖支払いが認められたものは、金融機関からの融資を受けることができたのであるが、二二年三月から事情は一変した。金融機関の資金運用の効率化のため二二年三月一日、「金融機関の資金融通通則」(昭和二二年三月一日大蔵省告示第三七号)が施行され、「準則」の別表「産業資金貸出順位表」は証券業への設備資金融資を丙に、運転資金融資を乙に格付けたからである。このため証券業者の営業資金の金融機関からの借入れは事実上困難となり、証券金融拡充の要望が強まった。こうして、政府は証券金融に関していくつかの施策を講じたのであった。それらは証券業者のほか一般投資者をも対象とする広義の証券金融と、証券業者に対して特に認める狭義の証券金融にわけられる。

広義の証券金融としては、第一に自由支払荷為替手形割引措置、第二に証券処理調整協議会の処分する証券に対する金融措置があった。

証券の自由支払荷為替手形の割引措置は、最初二二年一月二九日付通牒(銀秘第二〇〇四〇号)をもって認められた。これは農漁村の新円吸収に役立てるため、株式の委託者宛の荷為替取組みの際、株券を担保に新円の割引融資を認めるしくみで、一カ月の割引金額の総額として、東京三〇〇万円、大阪二〇〇万円、名古屋一〇〇万円、福岡五〇万円計六五〇万円を限度として金融機関の融資を認めたものである。その後この措置は拡大され、二二年一月二〇日、旧取引所所在地に広げられ、一カ月の限度額を神戸、京都、広島各五〇万円、新潟三〇万円とした(銀秘第六五〇号通

牒)。この種の手形割引の要望は甚だ強く、さらに同年七月一七日には、全国の証券業協会所在地に対して、一カ月の割引金額の総額が四〇〇〇万円に拡張された(銀秘第三二一四号通牒⁽¹¹⁾)。

第二には、SCLCの放出する株式の消化を円滑化するため、二二年八月七日付通牒(蔵銀第六五七号)をもって、SCLCの処分する有価証券の取得代金に対し、封鎖支払を認めることとした⁽¹²⁾。

次に狭義の証券金融については、まず、片山内閣時代、二二年九月二日閣議了解のもとに、証券業者に対する総額七五〇〇万円の融資(自由支払)が認められた。これに関する大蔵省発表は次のとおりである⁽¹³⁾。

証券金融に関する件(昭和二二年九月二日大蔵省発表)

経済民主化と新資本層開拓のため、既発行及び新規発行の株式その他の証券を広く国民大衆の間に民主的に配分することは、喫緊の要務である。これがためには、証券処理関係機関等に証券業者の積極的な活動を促進し以て証券流通の円滑化を図る必要がある。依て今回全国証券業者に対し証券受渡決済及証券処理調整協議会より売出される証券の入札買入に必要な資金について、左記により融資することとなった。

記

- 一 融資残高の最高額は差当り全国証券業者に対し総額七千五百万円とし、銀行より自由支払の方法により担保を徴して融資する。但し、将来証券取引の状況に応じ、随時融資金額も変更するものとする。
 - 二 右金額の証券業者に対する割当及び融資金額使用の監査については、大蔵省及び日本銀行が、これを行うものとする。
 - 三 融資を適正円滑ならしめ且つ関係機関との連絡を緊密にするため、各都道府県又は数箇の都道府県単位に証券業者及び銀行関係者をもって組織する証券金融自治委員会を設け、証券金融に関する調査、意見の具申等を行うものとする。
- みぎの証券業者に対する証券担保金融の需要は旺盛であった。二二年末にいたり、証券民主化運動が進捗し、かつ

株価高騰、売買高の急増傾向等に対処して、大蔵省は年末受渡決済資金として、二三年一月一五日を期限として総額四〇〇〇万円の融資額増枠を認めた(昭和二二年二月二四日銀秘三一八〇号通牒⁽¹⁴⁾)。この措置に関する大蔵省発表は次の通りであった⁽¹⁵⁾。

証券金融に関する件(昭和二二年二月二四日大蔵省発表)

一 経済民主化と新資本層の民主的形成の為株式その他の証券を広く国民大衆の間に配分することは喫緊の要務であると信ぜられるので特に緊要産業の為の新株又は増資株の発行、財閥持株、閉鎖機関持株の売出等に当つて取敢えず必要に応じ左記に依り金融の疎通を図ることとする。但し其の融資の対象たる株式は融資準則に依り優位にある事業に限ることとし、且必要を生じた場合に具体個別に検討し之を為すこととする。

二 次に本年末に際し証券市場の売買高が急激に増加する傾向にあるに顧み之に対処する為左の通り特に証券受渡決済資金の融通限度を拡大することとした。

- 1 全国証券業者に対する証券受渡決済資金の融通限度を現行の総額七五、〇〇〇千円より一一五、〇〇〇千円に上げる。
- 2 右金額の各証券業者に対する割当は各地の資金需要の状況を考慮し東京、大阪の証券業者に対しては其の現在割当額の六割を増加することとし、他地方の証券業者に対しては其の現在割当額の四割を増加することとする。
- 3 右融資増加額は年末受渡関係の特殊な需要に依るものなので右増加分に対する融資期限は一月十五日迄とする。
- 4 其の他の条件に付ては従前の通りとする。

みぎのように、SCLCによる大量の株式処分、証券民主化運動等を背景にして、政府の証券金融に関する施策は、二二年から本格化しはじめたのであるが、これらの施策を拡充し、さらに対象を従業員、一般投資者にまで拡大したのは翌二三年半ばであった。その前に、財閥の持株会社等の所持していた財閥関連会社の株式を当該会社の従業員

員に買い持たせる政策は、証券民主化の大きな柱として司令部がとくにおしすすめた政策であり、そのための従業員株式購入資金の融資問題が、二二年秋頃から具体的な課題として提起されたのである。この問題についてふれておこう。

昭和二十一年一月二五日公布された「会社の証券保有制限等に関する勅令」(昭和二十一年勅令第五六七号、以後「証券保有制限令」と略称——引用者)は、第一〇条で制限会社、従属会社、関係会社(制限会社及びその子会社、孫会社)の従業員が当該会社の発行する株式を取得するために必要な資金の借入に対し、閣令の定める金融機関が申込に応じなければならぬことを定めていた。制限会社等の株式は持株会社整理委員会を通じて、SCLCの手によって処分されることとなり、二二年半ば頃からその処分計画が日程にのぼった。その際、司令部経済科学局の反トラスト課 Antitrust and Cartels Division は、財閥関係会社の株式を当該会社の従業員に優先譲渡する政策を重視し、それを容易にするため復興金融金庫を通じて従業員の株式購入資金を融資させたい方針であった。しかし、司令部の同じ経済科学局の財政課では、当該株式を一括してSCLCに移し、SCLCが株式保有会社に対する債務を負担しつつ、従業員から月賦払いで購入資金を払い込ませる、すなわち、インフレ防止の建前から株式処分の際の通貨の空転を避けたいとする意向であった。⁽¹⁶⁾一方、復興金融金庫側は、従業員への株式取得資金融資は原則として一般金融機関で行ない、それが困難な場合に限り復興金融金庫の保証または直接融資を行ないたい旨の希望をもっていたが、⁽¹⁷⁾反トラスト課のブッシュ I. T. Bush から、復興金融金庫の融資を具体化するための「株式購入契約」案が二二年一〇月一九日に示され、この問題をめぐって折衝が続いた。結局従業員株式購入資金は、株式発行会社が取引関係を有する銀行で、当該会社と協議の整った銀行から融資されることとなり、復興金融金庫の債務保証は原則として取り上げない方針となった。⁽¹⁹⁾

また融資限度は、従業員一人につき取得株式額の七割未満で、かつ二五株分の金額または二五〇〇円のいずれか高い額となった。それは「証券保有制限令」の施行に関する閣令(昭和二十一年一月二五日閣令第八三号)を追加修正した改正(昭和二十三年五月七日総理庁令第二四号)によって具体化され、二三年五月一〇日から施行された。また同令施行に際して、従業員に対する株式購入資金融資は、貸出優先順位表甲の二に準じて取り扱う旨が五月一〇日付銀行局長通牒によって示された(銀々第五〇九号)⁽²⁰⁾。

ところで証券業者の必要とする運転資金の融資は、二三年四月八日公布された「産業資金貸出優先順位表適用上の特例」(大蔵省告示第一一三号)によって、従前乙であったものが設備資金の順位と同様に丙に格下げされた。これに対する措置として、二三年五月二五日付銀行局長通牒「証券業者の運転資金の金融機関貸出資金準則上の取扱の件」(銀々第五五三号)が発せられ、産業資金貸出優先順位表によって設備資金を一般金融機関から借りることのできる会社の新規発行株式引受資金については、証券業者に融資しうるようにし、また、右の枠外で七五〇〇万円を限度とする受渡決済資金の融資および四〇〇〇万円を限度とする荷為替手形割引については、新たに都道府県別の割当限度額を示す等の措置がとられた。⁽²¹⁾

このような状況の中で、二三年六月二一日、懸案の証券金融の大幅拡充についての司令部の意見がもたらされた。⁽²²⁾それは種々の条件つきではあるが、①金融機関が日本銀行に協議することなく自己裁量で、証券業者に融資しうる額の枠を七五〇〇万円から三億円に引き上げる、②証券荷為替手形の割引限度額の撤廃、③従業員持株購入資金の融資は制限会社関係に限定せず、SCLC 売出株および企業再建整備を行なう特経会社の新規発行株購入に対して拡大する、④新たに一般投資者が③にあげた株式を購入する場合、購入資金の半額を金融機関の自己裁量で融資しうること

とする、⑤同じく③にあげた株式売買のつなぎ資金の証券業者への融資を認める、というものであった。これについて大蔵省は、一三年六月二五日、次のような発表を行なった。⁽²³⁾

証券者及び投資者等に対する金融上の取扱一部改正について（昭和二三、六、二五）

今般諸種の情勢に鑑み証券業者及び投資者等に対する金融上の取扱について、一部を変更することとなった。

本措置は之によつて企業資本の調達を便ならしめ経済再建に資すると共に証券処理調整協議会よりの放出株の消化を促進し証券民主化ひいては経済民主化の実現の一助とすることを期するものである。

一、受渡決済資金の融通

証券業者の有価証券の売買取引の受渡決済のために必要な資金の融資残高は、従来全国を通じ七五〇〇万円であつたが、これを三億円に増額する。

右受渡資金の府県及び各証券業者への割当に際しては、従来、ややもすると中央大都市にかたよつた趣が絶無とはいえないのでその是正につとめることとする。

二、荷為替手形の割引

証券業者が荷為替手形の割引を受け得る金額は従来日数五日間金額一日四〇〇〇万円に限られていたが、今回その限度を撤廃する、但し割引期間につき制限を加え、且つ被仕向地到達後翌営業日内迄に必ず入金決済されねばならないものとする。

三、証券処理調整協議会売出証券の購入資金の融通

イ 証券業者が顧客の依頼に基き購入した証券処理調整協議会売出証券につき依頼者との受渡遅延により一時手持ちとなるものを生じた場合には、その受渡完了迄の一時資金の融通は、金融機関に限りこれを為し得ることとした。但しその融資期間を一ヶ月以内とし証券受渡の都度内入返金せしめる。

ロ 一般投資者は証券処理調整協議会売出株式を購入しようとする場合、その購入資金については、その金額の半分の範囲内

で金融機関に限り之が有担保貸付をなし得るようにする。

ハ 株式会社従業員が、証券処理調整協議会売出にかかる当該会社の株式を購入しようとする時には、昭和二十一年閣令第八十三号「会社の証券保有制限等に関する勅令の施行に関する件」第二十八条以下の規定による措置と同様の金融的取扱を認めることとする。

四、公募証券の引受資金の融資即ち融資金額は従業員一人につき割当を受けた株式を取得するに必要な金額の十分の七を超えず且つ当該株式二十五株を取得するに必要な金額又は二千五百円の何れか高い金額を超えないものとし且つ当該発行会社を通じて一括して融資を受けるものとする。

証券業者が公募証券に関しその募集又は売出期間経過後その手持となつた分について金融機関が一時繋ぎ資金の融通を為さうとするときは従来と同じく同様の方法により之を為すことが出来る。即ちその公募証券発行会社の設備資金の産業資金貸出優先順位表上の順位が甲の一又は甲の二であること及び融資金額は業者が思惑により保有することとなつた分を除き必要最少額且つ必要最短期間であることである。

五、公募株式購入資金の融資

イ 金融機関は一般投資者（証券業者を除く）に対し一般投資者が左の新規発行株式又は公開売出株式の購入（応募又は割当を含む。）をなすにあつてはその購入金額の半分の範囲内で資金の有担保貸付をなすことが出来る。

株式会社発行会社の設備資金の産業資金貸出優先順位表上の順位が甲の一又甲の二であること或は当該株式の発行が企業再建整備法又は金融機関再建整備法による整備計画に基くものであること。

ロ 企業再建整備法又は金融機関再建整備法に依る整備計画に基き発行される株式を当該発行会社の従業員が購入しようとする場合その購入資金の融通について三、ハの場合と同様の取扱ひをすることとする。

六、産業資金貸出優先順位上の取扱

以上の取扱に基き為された融資（荷為替手形の割引を含む。）は産業資金貸出優先順位表の運転資金（乙）の扱いとする。

七、報告及び検査

金融機関及び証券業者は以上の取扱に基きなされた融資につき毎月日本銀行経由大蔵大臣に報告書を提出せねばならない。又右取扱が濫用されぬよう、随時検査する。

八、取締

本措置は企業資本調達の順便化及び証券民主化の促進を企図したものであつて、投機的行為に資金的援助を与えんとするものでは毛頭ないのであるから、若し本措置が投機的行為其の他本措置の目的と反する如き行為のために利用せられた場合には、あくまでその行為者の責任を追及し即時融資金融機関に資金の回収を命ずると共に当該証券業者への受渡資金融通限度の割当の取消及び融資の停止、当該証券業者の属している府県への受渡資金融通限度の割当の取消又は融資の停止、又は証券取引法に基く営業停止登録取消等の嚴重なる処置を以て臨むこととするは勿論、情勢如何によつては、本措置自体をも変更する。

九、実施時期

本措置は、準備完了次第直ちに実施する。

みぎの措置のうち、証券業者に対する金融については同日から実施されたが（「証券業者に対する金融に関する件」昭和二三年六月二五日銀々第六五二号銀行局長通牒）、一般投資者および従業員株式購入資金融資については、司令部との細部の打合せが続き、七月三〇日から実施された（「一般投資者並びに株式会社従業員株式購入等に要する資金の融通に関する件」昭和二三年七月三〇日銀々第八〇七号銀行局長通牒）。

以上述べたように証券民主化運動は、一方で、国民的ひろがりをもつた一大啓蒙運動という投資PRを行ないつつ、

他方では株式投資のための金融措置を拡充するという形で展開されたのであつた。その後、二三年一月に入って国会においても証券民主化議員連盟を設置する動きがみられた。そのねらいとするところは「日本経済の民主的再建に際し、大衆資本を大幅に動員するため証券に対する国民の理解を深め積極的協力を得ることを目的とし、全国にわたって展開される証券民主化運動に関する諸方策の企画立案実施と政府、業者との連絡などを担当する」というもので、連盟は国会内に置き、「本部委員は衆参両院の大蔵委員会を中心とし、委員長は衆議院大蔵委員長があたる」というものであつた。⁽²⁷⁾ この主旨にそつて二三年一月二〇日、衆議院本会議は、つぎのような「証券民主化運動に関する決議」を可決した。⁽²⁸⁾

日本経済の再建にあたり資本の不足が大きな障害となっている。しかるに、今日では財閥解体等によって大企業の資本力が減退し、国民の手による蓄積、即ち大衆資本の動員にまつところが大である。

また、現在急務となっているインフレーション収束のためにも貯蓄の奨励と証券の投資は強力に推進されねばならない。

この意味においても、証券の民主的消化は経済再建の基礎といふべきであり、資本の大衆化を通じて経済政策の基本である経済民主化を実現するものである。

われわれは経済再建の見地から、証券民主化の重要な意義を認め、国民各層の積極的な協力のもとにその実現を促進するため、関係各界と相ばかり全国にわたつて一大運動を展開せんとする次第である。右決議する。

これによつて同年十二月一日、衆議院内に証券民主化議員連盟が設置され、ついで翌二四年四月一二日に衆参両院連合の連盟に発展した。

- (1) 「金融制度調査会特別委員会報告(一)」——第六特別委員会(証券)——昭和二十二年七月(大蔵省資料乙六〇六一三)。
- (2) 『東京証券業協会十年史』昭和二十六年三月、三一六—一七七ページ。
- (3) 「証券取引委員会報告書」昭和二十三年度、一一七ページ。
- (4) 「証券民主化促進全国大会議事録」(大蔵省資料乙五二六—二八—五)。
- (5) 「全国証券協会連合会臨時總會議事録」(同前)。
- (6) 運動の具体的内容は、『東京証券業協会十年史』、三一八—二六六ページ参照。
- (7) 「証券取引委員会報告書」昭和二十三年度、一一八—二〇〇ページ。
- (8) 『東京証券取引所一〇年史』、一〇一—二〇二ページ。
- (9) 「証券金融に関して」(理財局「理財部長会議資料」昭和二十三年三月五日——大蔵省資料乙五一—二八七)。
- (10) 荷為替手形の自由支払とは、次のようなものであった(同前)。
現在の如き、交通状態では、隔地間より株の註文があった時に一々使用人の手で転送するのは危険を伴ひ且つ不便であり農漁村に株を送附売捌いて、新円を吸収するにも不尠不便であり決して、過当投機や思惑資金に流用されることもないので認められたもので、その方法は隔地の委託者より株の注文があった時に受託取引員は、取引先の銀行に株を持参して株券の送附方を依頼して、荷為替を取組みその際受託取引員は、委託者宛の為替手形を振出すと同時に株券を担保として、銀行にその手形の割引を受ける。
銀行は、手形金額の八掛迄の金を新円で支払ひ先方取引先銀行に送株する。先方銀行は、委託者に現株到着を通知すると、委託者は現金を持参して、株を受け取ると云ふ仕組である。
- (11) 同前。
- (12) 同前。なお、この措置の取扱に関しては、「証券処理調整協議会の処分する有価証券の取得代金に関する金融緊急措置令上の取扱の件」(昭和二十二年八月七日蔵銀第六八五号財務局長あて銀行局長通牒)参照(大蔵省所蔵日本銀行資料)。
- (13) 「大蔵省発表集録」第一二六号、昭和二十二年九月五日。なお、融資限度、割当方法については前掲「証券金融に関して」(大蔵省資料乙五二—二八七)参照。
- (14) 前掲「証券金融に関して」(大蔵省資料乙五一—二八七)。

- (15) 「大蔵省発表集録」第一四六号、昭和二十三年一月三十一日。
- (16) 「証券保有制限令に基く株式の処分について」(銀、復、二二、一一、四)(大蔵省資料乙五一—二八二)。
- (17) 「従業員の株式買取資金融資に関する希望事項(復興金融金庫総務部総務課)」(同前)。
- (18) 「株式購入契約(二一、一〇ブッシュ案)」同資料の英文には手書きで「Oct. 19 Bush 案」の書きこみがある(同前)。
- (19) 「従業員株式購入資金融通に関する件」(昭和二十三年五月一七日付日本銀行資金局長宛全国銀行協会連合会会長宛)(同前)。
- (20) 「昭和二十一年閣令第八十三号の規定による従業員株式購入資金の融通に関する金融機関資金融通準則上の取扱の件」(昭和二十三年五月一〇日銀々第五〇九号大蔵省銀行局長宛各財務局長宛)(同前)。

- (21) 同前。
- (22) 司令部の意見をまとめた文書は次の通り(同前)。

証券金融に関する件(昭二三、六、二一司令部意見、日銀連絡六、二二)

一、受渡資金の融資

- (1) 極力即金受渡制度を励行せしめ受渡資金融資額を圧縮せしめることが必要と認められるが差当り左の措置を講ずること
- (2) 金融機関が日本銀行に丙種協議をなすことなく自己裁量に依り貸出し得る限度を差当り(大凡向ふ二ヶ月)全国三〇〇百万円とし之を個々の業者に割当てること
右割当に当っては地方業者に対する割当をも充分留意の上特に地方業者の意嚮を徴し日銀において公正なる割当を行ふこと
- (3) 既往の融資額が右割当限度を超えて居る部分に付てはその融資の期日が到来し已むを得ず継続せんとする場合に丙種協議を為さしめ短期間に返済することを条件として之を認めること
- (4) 右限度内の融資についても必ず返済計画を樹立実行せしめる等その運用を適正ならしめる措置を講ずること

二、証券荷為替手形の割引

地方投資者の利便を図るため又株価値上り及取引高の増加に鑑み従来の限度を撤廃するが、被仕向地到着後二十四時間以内に支払ふものとする

三、証券処理調整協議会売出株の消化促進の為の融資方法並に之が適当なる融資額の算定

(一) 投資者に対する金融

投資者の購入資金調達を順便ならしむることが根本であるから差当り左の措置を講ずること

(1) 発行会社従業員の場合

制限会社の持株購入に関する金融措置を制限会社の持株以外の株式に付ても適用すること

(2) 一般の投資者の場合

購入の為特に資金を必要とする者に対しては購入資金の半額の範囲内において金融機関が自己裁量に依り貸出し得ること

(二) 業者に対する金融

(1) 業者の購入は必ず顧客の依頼ありたるものに限り且現金受渡を励行せしめる様指導すること

(2) 業者の思惑により手持となる分は除き顧客との受渡遅延により一時業者の手持となるものを生じた場合の当該株式売却迄の短期(一ヶ月以内)繋ぎ融資に付ては金融機関の自己裁量に依り貸出し得ること

四、証券発行引受業務円滑化の為の融資方法並に之が適当なる融資額の算定

(一) 投資者に対する金融

(1) 特経会社の従業員の場合

再建整備に基く新規発行株を従業員が引受ける場合には従業員の制限会社の持株購入に関する金融措置の適用を認むること

(2) 一般の投資者の場合

設備資金が融資順位表上甲の一又は甲の二である会社の新規発行株式購入資金に付てはその半額の範囲内において金融機関の自己裁量に依り貸出し得ること

(二) 業者に対する金融

売出期間経過後業者の手持となるものを生じた場合には個々に日本銀行に協議をなさしめること
その承認は左の方針によること

- (1) 設備資金の順位が甲の一又は甲の二である会社の新規発行に係る株式の手持を生じた場合の融資に付ては業者の思惑分を除き必要最少額に付短期融資を認めること
- (2) 設備資金の順位が乙又は丙順位である会社の新規発行に係る株式の手持を生じた場合の融資に付ては原則として之を認めないこと

(備考)

なお司令部は、プームについては監視するとの意嚮で、この場合には大量に株式を放出する趣である。

(23) 「大蔵省発表集録」第一七五号、昭和二十三年六月二五日。

(24) 大蔵省資料乙五一―二八二。

(25) 「株式購入資金借入約定書」に対し、七月七日のブッシュ修正案が提出されている(同前)。

(26) 同前。

(27) 『日本経済新聞』昭和二十三年一月二一日。

(28) 「第三回国会衆議院会議録第一七号」昭和二十二年一月二一日。

第三節 証券処理調整協議会（SCLC）の株式売出し

財閥解体、閉鎖機関整理措置などに伴って処分を要する証券を、広く国民に分散保有させる目的をもって、これら証券の分配、売買手続を決定する役割をもったSCLCが二年六月一日に設立されたことは、すでに第一章第三節で述べた。

SCLCによる証券の処分は二年七月から開始されたが、大量の証券の放出は、証券市場への影響が大きく、さらに金融市場全体との関係を十分考慮する必要があったため、処分の方針がさまざまな角度から検討された。

証券業界は、処分株式の受入体制を備えるため、二年三月、証券業協会の全国連合会を結成し、SCLC発足直前の六月一日、公開株式取扱委員会を発足させた。⁽¹⁾ また、金融制度調査会第六特別委員会（証券部門）は、SCLCによる株式処分をめぐって討論をすすめ、二年五月三〇日に提出した「中間報告」において、SCLCの大量持株処分の際に考慮を要する問題として同委員会で論じられた諸点を一三項目あげている。それには従業員持株制度は期待しえないこと、また、従業員株式購入資金としての復興金融金庫融資も復金の資金難から期待しえないこと、販売面の主体は証券業者におくべきこと、証券金融、証券税制の拡充が必要なこと、SCLCに証券業者代表の参加を要することなどが指摘されている。続いて同委員会は、六月二六日に「放出株式の分散に関する意見書」を答申した。「意見書」は冒頭に放出株式分散につき留意すべき点として、①経済民主化の要請に合致すること、②投資者保

護を期すこと、③国民大衆を主たる目標として分散すること、④証券大衆化推進の機会とすることをあげ、「右各項の根底をなすものは株式会社制度の存立を前提とするものである限り、株主権の擁護につき必要なる施策を講ずべきであり、株主の正当なる権利すら無視し或は軽視せんとするが如き最近の風潮は戒めねばならぬ」と述べ、続いて放出株式処分の具体的方策につき意見を述べている。⁽²⁾

ところで、SCLCは、その活動を決定する協議会の会議に、常時司令部経済科学局のオブザーヴァーが出席し、「オブザーヴァーが意見を述べた場合には、協議員はこれに従わなければならない」ことを規約で規定した司令部の直接管理下にある組織であることは前述した（三一―ページ）。二年六月一日、SCLC発足当日、司令部渉外局は、SCLCの活動の基本方針について次のような発表を行なっている。⁽³⁾

証券処理調整協議会は十八日午後市政会館の事務所第一回会合を開き五清算機関の所有する約二百億円に達する証券額の売却に関する実施手続をつくるが、これにより日本国民は証券所有の第一歩を踏み出した。

総司令部オブザーヴァーはB・W・ヘンダーソン、L・J・プレントリンガーの両氏、その代理は、L・A・ランドール、T・A・ボイルの両氏で総司令部は証券が広く日本国民の間に分散されることを期待し、証券が旧所有主の手に復帰しないよう注意するが、更にごこの小村に住む人たちも証券を所有する機会が与えられ、また従業員、会社所在地の居住者および小投資家にも売却される要がある。

調整協議会は市場分析、配分方法を準備し、かつ最終の証券所有者を知るため証券登記の集中組織を確立する責任があり、また国民に再分配の事実をしらせる計画をつくることになつてゐる。

また、同時に「証券処理調整協議会の設置に関する大蔵大臣談話」⁽⁴⁾も発表されているが、それには、

（前略——引用者）

……有価証券の処分には特定の者に対して過度に多額のもの集中することは企業経営の参加を普遍化する見地から好ましくあらざることであつて、広くこれを国民大衆の間に分散保有せしめることが必要である。

国民資本が直接に産業資本に結びつく健全な直接投資の形態こそは、真に国民経済の民主主義的であり方であると考へられる。

従来わが国においては証券の保有は一部の者に偏し、また投機の対象となることが多かつたのであるが、今後は恰も預貯金をすると同じ気持で大衆が有価証券を買うというようになりたいたいものである。

そのためには投資者保護についても一層の考慮を払つて行きたい。

(後略——引用者)

と述べられている。司令部は、SCLCの証券処分を通じて、一部の大資本に証券が再集中することを防ぎ、一般国民大衆とくに株式発行会社の従業員や会社所在地の住民など縁故者に証券を分散させることを、経済民主化の中心的課題と考へていたのである。

SCLCの証券の処分は、二二年七月から二六年六月までの四年間にわたつて行なわれたが、つぎにその処分の実態を、SCLCが四カ年の業績を回顧して二六年一〇月にまとめた『SCLC業績誌』によつて明らかにしよう。⁽⁵⁾

指定証券の処分に際しては、当該発行会社の従業員(役員を含む)に対し優先的に売却するという「従業員優先」の原則が採用され、従業員のみでは消化困難な場合、発行会社の事務所または工場などの所在地居住者に第二次優先権を与えて買い取らせることとした。これを従業員処分と称し、その他の一般処分と区別した。なお、従業員優先の原則は、すでに二二年一二月に公布された「証券保有制限令」によつて法制化されてお⁽⁶⁾り、それを裏づける金融措置について司令部が積極的に容喙したことは、すでに述べた(三六四—六五ページ)。

一般処分(従業員処分以外のもの)は、証券流通市場を前提として一般投資者に広く証券を再分配することを意図し、その処分の方法は、入札売却しと一般売却しに区分され、さらにそれは次のように分類された。

(一) 入札売却し

① 一般入札……競争入札により、全国的に売り出す。大量の株式を急速、公平に処分する方法として、SCLCが採用した代表的な売却方法。対象は証券業者および一般投資者。

② 特殊入札……株数一万株以下に限つて、全国的に入札を行なう。主として、端株または市場性の少ないものを対象とした。

③ 特定処分……特定の条件の範囲で地方的入札を行なう。発行会社側の事情などで急速処分を要するもの、または縁故者等が買受予定のものを入札の形式で売り出すものに適用された。

④ 地方入札……一般入札の方法で場所を発行会社の本社または事業場所在地に限定したもの。

(二) 一般売却し

① 一般(全国)売却……予め売却価格など条件を定め、一定期間内に業者または金融機関を通じて全国的に売り出すもの、大量の同一銘柄株式または引受権の処分に用いられた。

② 地方売却……売却地域を限定して一般売却しと同様に売り出すもの。地方的色彩の濃い銘柄を対象とした。

③ 引受売却……証券業者にシンジケート団を結成させ売却し全株を引受けの方法により一括処分する。新株引受権を円滑に処分する必要から採用された。

④ 委託売却……一定期間に、特定の手数料を払つて証券業者に処分を委託する。市場性に乏しい銘柄などを対

表2-5 証券処理調整協議会の処分すべき指定証券額推計
(昭和22年9月10日調) (単位：百万円)

区分	指定証券			計	SCLCによる処分見込額(株式、社債)	発行者が制限会社の特種金融機関以外のもの	備考
	株式払込額	公社債額面(内)国債	債				
HCLC	6,300	500	—	6,800	6,560	120	{財閥および指定会社等から譲受けたもの 整理委員会傘下閉鎖機関所有証券 日本銀行を特殊清算人とする鮮銀、台銀等の所有証券 国有財産局が財産税および戦補特別税の物納により徴収したもの等 特種会社が決定整備計画に従い処分すべきもの
CILC	1,320	3,890	2,770	5,210	2,440	—	
日本銀行	50	7,480	7,120	7,530	45	—	
大蔵省	1,700	1,210	880	2,910	2,030	† 100	
商工省	†5,000	不明	不明	†5,000	不明	不明	
計	14,370	13,080	10,770	27,450	*11,075	220	

(原注) 本表には現物が内地に在るもののみを掲ぐ。22.9.10調、†印は推算。
*印は實際上処分困難な証券を差し引く。本数字は司令部で発表を厳禁されている。
出所：大蔵省所蔵日本銀行資料。

表2-6 指定証券額が株式公社債総額に占める割合
(単位：百万円)

区分	指定証券A	全国合計B	A/B(%)
株式	14,370	45,000	32
社債	2,310	12,920	18
国債	10,770	199,020	5
計	27,450	256,940	11

(注) 全国合計額は、株式は昭和22年6月末、社債および国債は同年4月末の計数。
出所：前表に同じ。

関が所有していた証券、すなわちCILC(閉鎖機関整理委員会)および日本銀行の管轄下にある証券が一二七億四〇〇〇万円と四六%を占め、財閥および指定会社からHCLC(持株会社整理委員会)が譲り受けた証券六八億円を凌駕していた。しかしSCLCを通じて市場に売り出す証券は国債および実際上処分困難な証券を除くため、SCLCが処分すべき株式、社債の見込額は一一〇億七五〇〇万円と推定され、その五九%にあたる六五億六〇〇〇万円は、

表2-4 処分方法別実施状況

処分方法	実施期日(売出) (売出) (発表日)	実施状況			
		22.7~23.1	23.2~24.10	24.11~25.9	25.10~26.6
従業員処分	*22.9.19	○	○	○	○
入札売	22.7.2	○	○		
一般入札	23.9.9		○		
特殊入札	24.11.17			○	○
特定処分	23.1.19	○	○	○	○
地方入札	22.7.21	○	○		
一般(全国)売	22.12.8	○	○		
地方売	23.9.1		○		
引受売	24.3.23		○		○
委託売	24.8.30		○		
OM売			○		

(注) *印は協議会への上提年月日。
出所：証券処理調整協議会『SCLC業績誌』、23ページ。

象とした。
⑤ オフ・マーケット売出し(OM売出し)……証券取引所の大引け後、取引所会員に売り出し、短期間に受渡決済を行なう。取引所上場銘柄中数量のまとまってあるものを選んで売り出された。
従業員処分とみぎの九種の一般処分の方法が最初に採用された年月日と、その実施状況を一覧にまとめて、処分方法の変遷のあとを示したものが表2-4である。また、価格の決定は、市場性ある銘柄は、入札価格または市価を基準として決定されたが、市価のないものは、発行会社の資産、収益率、将来性などを考慮して決定された。⁽⁷⁾
ところで、SCLCに委託処分すべき指定証券の実数は、SCLC設立後も正確に把握することができなかつた。⁽⁸⁾二二年九月一日調査による指定証券の推計額を表2-5に掲げておこう。この推計は時価評価ではなく、すべて額面金額によるものである。指定証券の総額は、この時点で二七四億五〇〇〇万円と推定された。このうち閉鎖機

表2-7 指定証券(株式)期別処分実績 (単位：千株、千円)

区 分	創 立 期	最 盛 期	沈 滞 期	最 終 処 理 期	合 計
	22.7~ 23.1	23.2~ 24.10	24.11~ 25.9	25.10~ 26.6	
売 出 銘 柄(種)	317	5,931	1,164	920	8,332
う ち 新 株	3	1,203	381	166	1,753
売 出 株 数 A	4,864	244,894	31,316	32,253	313,327
う ち 新 株 B	120	61,207	13,151	7,057	81,535
処 分 銘 柄(種)	212	4,848	969	798	6,827
う ち 新 株	3	948	266	132	1,349
処 分 株 数 C	3,119	174,310	25,673	30,031	233,133
(百 分 比)	(3.1)	(74.8)	(11.0)	(12.9)	(100.0)
う ち 新 株 D	120	57,056	10,008	6,724	73,908
(百 分 比)	(0.2)	(77.2)	(13.5)	(9.1)	(100.0)
処 分 金 額	123,220	12,140,272	854,969	996,193	14,114,654
(百 分 比)	(0.9)	(86.0)	(6.0)	(7.1)	(100.0)
う ち 新 株	4,493	2,612,626	252,838	100,542	2,970,499
(百 分 比)	(0.2)	(88.0)	(8.4)	(3.4)	(100.0)
処 分 率					
C/A (%)	64.1	71.1	82.0	93.1	74.4
B/D (%)	100.0	93.2	76.1	95.3	90.6

(注) 「新株」とは「新株引受権および買受権」の略。
出所：証券処理調整協議会『SCLC業績誌』, 20ページ。

財閥解体等に伴ってHCLCが譲り受けた証券であった。なお指定証券を当時の全国の株式公社債額と対比すると表2-6のとおりであり、SCLCによって処分されるべき株式は、全国の株式総額の三二%に達している。なお、当初は表2-5にあるように、特別経理会社が「企業再建整備法」(昭和二年一月一九日法律第四〇号)に規定する決定整備計画に従って譲渡すべき証券を含んでいたが、二三年七月の法改正(昭和二年七月二九日法律第八号)によって特経会社関係証券はSCLCへの集中処分から除外された。

次にSCLCによる証券処分の実績をみよう。二三年七月七日の第一回入札に始まり二六年六月までの四年間の証券の処分を、証券市況と対象させて仮に四期にわけ、各期について、指定証券のうち株式の処分実績を示し

たのが表2-7である。

二二年七月から二三年一月までの創立期は、処分実績はさしてあがらず、売出し株数に対する処分率も六四%に止まった。それは、二二年八月一九日の司令部口頭指示により制限会社関係の株式処分が同年一二月まで差控えられ、売出し可能な株式が少なかったこと、同年七月に司令部から提起された経済力集中排除問題のなりゆきに市場が警戒的であったこと、浮動投機資金の闇物資への集中による株式市況の不振などの原因が、SCLCの準備体制の不十分さと相まって、この結果をもたらしたのである。

二三年二月から二四年一〇月までの最盛期二二カ月は、処分実績は大いに進み、この間に株数において七五%、金額において八六%の株式が処分された。また売出し株数に対する処分率も七一%に上昇した。それは、証券民主化運動が軌道にのってきたこと、インフレ・ヘッジとしての株式投資が見直されたこと、証券金融の拡充などの事情を背景に、株式ブームとマッチして処分がすすめられたからである。二四年五月には取引所が再開され、SCLCは、処分を推進させるため証券業者への委託売出し、OM売出しを開始した。

しかし、株式ブームは二四年五月を天井として漸次反落に転じ、ドッジ・ラインによる金融逼迫を原因として、資金が市場から逃避しはじめた。一方供給面では、企業再建整備資金の調達の必要と、復興金融金庫の機能停止のため、各企業が増資によって資金を調達する傾向が強まり、株式の供給過剰傾向が二四年九月から一〇月にかけて表面化した。そこで、SCLCは二四年一〇月一四日の協議会で、従業員売出しおよび引受権その他特殊なものを除き、原則として市場に影響を与えるような一般的売出しを一時中止することを決定した。

かくして、二四年一月から二五年九月までの沈滞期一カ月は、SCLCの活動は縮小され、従業員処分、特定

表2-9 公社債処分売出方法別・委託機関別実績
(単位：千円)

区分	銘柄数	額面(百分比)	処分金額(百分比)	
			金額	株数
売出方法	一般特殊入札	158	975(0.4)	712(0.4)
	特定処分	57	1,558(0.6)	1,170(0.6)
	地方入札	251	272,861(98.9)	205,422(98.9)
	委託売出	36	442(0.2)	310(0.1)
委託機関	H.C.L.C.	171	2,398(0.9)	1,838(0.9)
	C.I.L.C.	64	270,646(98.1)	203,723(98.1)
	政府	231	2,269(0.8)	1,609(0.8)
	その他	36	524(0.2)	444(0.2)
	合計	502	275,836(100.0)	207,614(100.0)

(注) 前表に同じ。
出所：前表に同じ，22ページ。

次に、SCLCが処分した株式、公社債それぞれについての売出方法別・委託機関別の処分実績は表2-8、表2-9のとおりである。処分実績は株式が一四一億一四六五万余円、公社債が二億七六一万余円、合計一四三億二七〇万円であった。うち株式の処分方法別内訳をみると、従業員処分は株数において三一%、金額において二三%に達している。従業員処分以外の一般処分では、一般入札が株数では一八%であるが金額は三〇・五%と一番多く、ついで引受売出しが株数で二七%、金額で三〇%を占めており、証券業者を通じての株式売出しが多かったことを示している。またHCLCの譲受株式が金額で六七・五%とSCLC放出株の中心をなしていた。公社債については全般に額面を下回って処分されているが、そのほとんどが閉鎖機関の所有証券を地方入札によって処分したものであった。

数で一三%、金額で七%と前期を上回った。なお、この期も前期の方針を踏襲して一般売出しは行なわず、放出株が市況へ影響を及ぼさないよう配慮されたが、市況の好転をみて、中止されていた委託売出しが二六年二月に再開された。なお、四年間を通じ売出し株数に対する処分率は七四%であったが、新株引受権および買受権についていえば、処分率は九〇%にのぼっている。

表2-8 株式処分売出方法別・委託機関別実績
(単位：千株，千円)

区分	株数(百分比)		金額(百分比)		
	株数	新株引受権および買受権	金額	新株引受権および買受権	
売出方法	従業員処分	73,205(31.4)	9,943(13.5)	3,200,459(22.7)	285,315(9.7)
	一般入札	42,123(18.1)	—	4,305,581(30.5)	—
	特殊入札	1,110(0.5)	—	106,809(0.8)	—
	特定処分	9,156(3.9)	5(0.0)	156,790(1.1)	338(0.0)
	地方入札	29,405(12.6)	19,448(26.3)	1,013,294(7.2)	434,167(14.6)
	一般売出	12,081(5.2)	1,395(1.9)	917,596(6.5)	81,265(2.7)
	地方売出	712(0.3)	—	35,054(0.2)	—
	引受売出	63,958(27.4)	42,949(58.1)	4,232,124(29.9)	2,169,397(73.0)
	委託売出	830(0.4)	168(0.2)	53,343(0.4)	17(0.0)
	OM売出	553(0.2)	—	93,604(0.7)	—
委託機関	H.C.L.C.	150,501(64.6)	43,125(58.3)	9,534,286(67.5)	1,826,107(61.5)
	C.I.L.C.	48,114(20.6)	16,092(21.8)	2,366,802(16.8)	482,896(16.3)
	政府	33,902(14.5)	14,658(19.7)	2,120,836(15.0)	661,168(22.2)
	日本銀行	195(0.1)	16(0.1)	80,643(0.6)	160(0.0)
	その他	421(0.2)	17(0.1)	12,088(0.1)	168(0.0)
合計	233,133(100.0)	73,908(100.0)	14,114,655(100.0)	2,970,499(100.0)	

(注) 「その他」とは「有価証券の処分の調整に関する法律」(昭和22年法律第8号)第11条2号の特別経理会社および法務府などより委託を受けて処分したもの。
出所：『SCLC業績誌』，21-22ページ。

処分および地方入札の方法により、証券の放出が市況に影響を及ぼさない範囲内での処分が行なわれた。そのため売出し株数に対する処分率は八二%と前期に比し上昇したが、処分実績は株数において一一%、金額において六%であり、月平均の処分高は最盛期に対し株数で六八%、金額で八一%も減少した。
二五年一〇月から二六年六月までの最終期九カ月には、HCLCの業務が最終段階に入って残存株式の処分が促進されたこと、CILC保有証券のうち在外会社所有の内地会社株式の再発行手続が進捗したことなどで、大口従業員処分や多数銘柄の特定処分が処理され、処分実績は株

表2-10 指定証券委託機関別処分状況(昭和26年10月)

(単位：千株)

区 分	株 式				出 資 証 券			
	HCLC	CILC	政 府	計	HCLC	CILC	政 府	計
当初保有予想株数A	165,674	99,568	91,720	356,061	82	687	1,812	2,600
処分株数B	117,961	42,110	18,430	178,501	59	75	1,125	1,259
SCLCを通じたもの	107,341	32,168	18,119	*157,628	35	33	1,125	*1,193
SCLCを通じないもの	10,620	9,942	311	20,873	24	42	0	66
処分率B/A(%)	71.2	42.4	20.1	50.0	71.4	10.9	61.4	48.4
返還株数C	37,230	36,944	1,034	75,208	24	463	0	487
減資額D	10,462	5,470	1,462	17,414	0	9	0	9
手持株数E	0	15,044	70,793	85,837	0	140	707	846
残存率E/A(%)	0	15.1	77.1	24.4	0	20.3	38.6	32.6

(注) 1. 当初保有株数Aは把握困難のため、処分株数B、返還株数C、減資額Dおよび手持株数Eを加えて逆算したものである。
 2. CILC 欄には日本銀行の委託を受け処分した閉鎖機関所有証券を含む。
 3. *印には特別経理会社および法務府等の委託を受けてSCLCが処分した証券を含まない。従って表2-8の「合計」から「委託機関別」の「その他」を差し引いた計数(新株引受権および買受権を除く)。

出所：『SCLC業績誌』, 19ページ。

なお、処分代金は、逐次委託機関に返還されたが、委託機関はSCLCの証券処分に対し一定率の調整手数料を支払った。
 かくして、SCLCは二六年七月一日、「有価証券の処分の調整等に関する法律の廃止に関する法律」(昭和二六年六月二日法律第一九二号)および「証券処理調整協議会解散令」(昭和二六年六月二七日政令第二三七号)によって解散され、清算に入り、残余財産はSCLCに支払った手数料および負担金の割合に応じて国庫、HCLC、CILCに帰属することになった。
 なお、委託機関のそれぞれが保有していた指定証券の処分状況はどうであったか、その結果についてSCLCが集計した表を掲げよう(表2-10)。この表には当初指定証券に組み込まれ、SCLCを通じて処分された企業再建整備のための特別経理会社の証券等は含まれてい

ない。SCLCが解散した二六年一〇月の時点で、指定証券の約五〇%の処分を完了したのである。

- (1) 『東京証券取引所一〇年史』、一二五―二六六ページ。
- (2) 「金融制度調査会特別委員会報告(一)——第六特別委員会(証券)——」昭和二二年七月(大蔵省資料Z六〇〇―三)。
- (3) 証券処理調整協議会『SCLC業績誌』、二一ページ。
- (4) 同前、四―五ページ。
- (5) 説明に注を付していない部分は、前掲『SCLC業績誌』によっている。
- (6) 「証券保有制限令」第六条は、株式処分について、当該株式発行会社が買入消却する場合および株式所有会社と株式発行会社の合併が確定している場合を除き、次の順序で譲渡の予約の申込をしなければならないとして、①当該株式の発行会社の従業員、②当該株式の発行会社の本店、支店その他の事務所、工場等の所在地に住所を有する個人、と優先順位を定めている。
- (7) 理財局証券課「有価証券の処分の調整等に関する法律の一部改正法律案想定問答及資料」昭和二四年四月(大蔵省資料Z五二六―二八一)。
- (8) 日本銀行閉鎖機関処理部長発支店長宛通知「証券処理調整協議会の証券処分見込額について」昭和二二年一月四日(大蔵省所蔵日本銀行資料)。
- (9) 持株会社整理委員会『日本財閥とその解体』、四三六ページ。

表2-11 株式分布状況(昭和20年度・24年度比較)

(単位:人,千株)

区 分	昭 和 20 年 度		昭 和 24 年 度		
	株 主 数	株 数	株 主 数	株 数	
株 主 構 成 別	政府及び公共団体	2,025 (0.1)	36,797 (8.3)	6,780 (0.2)	56,065 (2.8)
	金融機関	7,366 (0.4)	49,572 (11.1)	14,036 (0.3)	198,263 (9.9)
	証券業者	8,695 (0.5)	12,496 (2.8)	48,891 (1.1)	251,141 (12.6)
	その他法人	20,736 (1.2)	109,344 (24.7)	28,313 (0.7)	111,807 (5.6)
	個人	1,656,931 (96.7)	230,592 (52.0)	4,183,485 (97.6)	1,369,554 (68.5)
	その他	16,897 (1.0)	4,835 (1.1)	7,038 (0.2)	12,919 (0.7)
所 有 規 模 別	100株未満	1,150,417 (67.2)	39,615 (8.9)	1,428,923 (33.3)	52,226 (2.6)
	100~499株	471,366 (27.5)	77,240 (17.4)	2,162,157 (50.4)	424,685 (21.2)
	500~999株	46,642 (2.7)	27,999 (6.3)	368,723 (8.6)	232,481 (11.6)
	1,000~4,999株	36,908 (2.2)	59,937 (13.5)	294,563 (6.9)	484,255 (24.2)
	5,000~9,999株	3,555 (0.2)	22,616 (5.1)	17,197 (0.4)	109,787 (5.5)
	10,000株以上	3,762 (0.2)	216,229 (48.7)	16,980 (0.4)	696,315 (34.8)
	合 計	1,712,650 (100.0)	443,636 (100.0)	4,288,543 (100.0)	1,999,749 (100.0)

- (注) 1. 昭和25年3月末現在の東証上場会社691社につき、20年度は631社、24年度は677社を対象とし、各会社の年度中の最終決算期現在の時点で調査したもの。
2. 「株主数」は、各対象会社の決算期現在の株主名簿上の株主数を累積集計した計数で、名寄せを行っていないため、同一人が数社の株主を兼ねているもの、他人または仮設人名義のものおよび支店名義のものが重複計算されている。
3. 証券取引委員会調。
4. 括弧内は百分比。

出所:『東京証券業協会十年史』, 211—13ページ。

第四節 株式分布の変化

ところで、前節でみたSCLCを通じる株式処分の結果、株式の分布はどのように変化したか、いわゆる証券民主化政策の当初のねらいはどのような結果となったかを次にみることにしよう。表2-11は、各会社の二四年度の最終決算期における株式分布を二〇年度のそれと比較した表である。前述のように、SCLCの株式処分は二四年九月に一段落をつげたので、二四年度の株式分布はその結果を反映していることができよう。株主構成で見ると、二四年度は二〇年度に比し、証券業者および個人が株主数においても株式数においても増加し、個人の持株は全体の五二%から六八・五%へと著増した。反面、その他法人(主として事業会社)は二四・七%から五・六%へと著減している。これは証券民主化と一般への株式処分によって、多くの個人が株式投資に動員された結果といえよう。なお、二四年度に証券業者所有の株式が著増しているのは、証券業者が株式の公募、引受けを行なった場合、業者名義の払込領収証または株券を客先に交付し、株式消化後に購入者への株式の名義書換えを行なわないものが多かったためとみられ、事実上は本表に示された以上に個人所有の株式数が多かったとみることができよう。さらに所有規模別にみると、一〇〇株未満の小株主層が減り、中間株主層が増加しており、一方、一万株以上の株式を所持する層は株主数においては増加しているが株式数においては全体の約五〇%から三五%へと著減している。これらを通じて、大企業や財閥家族の所有していた株式の多くが大衆投資家の手に分散されたことがわかり、経済民主化にそった証券民主化政

策の効果が、株式分布のうえに歴然とあらわれたとみることができよう。

しかし、証券処分・売出しを直接目的とした証券民主化運動に問題がなかったわけではない。短期間に大量の資金を動員し、集中したことへの反動があらわれ、株式価格が大幅に下落する過程で、大衆投資者の少なからぬ部分が、株式を手放して市場を去ることになったからである。この点については改めてのちにふれるが、やみくもな株式の売出しが投資力の極端に乏しい大衆投資者を動員しただけで、それら投資者層を十分に保護する施策に欠けていたため、株式価格の下落によってかれらの多くが損失を被る結果になった。証券投資に関する啓蒙運動にもかかわらず、逆に株式投資に伴う危険性を広く認識させる結果になってしまったことなど、証券民主化政策の限界に対する反省をせまる問題であった。

(1) 『東京証券業協会十年史』、二二四ページ。

第三章 証券取引所の再開と証券市場

第一節 証券取引所の再開

一 取引所再開にいたる経緯

昭和二〇年八月一〇日から日本証券取引所の市場立会は停止されたまま終戦となり、終戦後、政府は一〇月一日を期して全国の市場を再開しようとしたが、司令部の九月二五日付覚書によって、最高司令官の承認なしには市場の再開も新設もできないこととなった。その後政府は、日本証券取引所の民主的改組などの措置をとることによって、取引所再開の承認を得ようと、たびたび司令部に要請したが、司令部は新たな「証券取引法」の制定が取引所再開の前提であるとして、再開を認めなかったことは、すでに第一章第二節で述べた。

そこで、大蔵省は「証券取引法」の昭和二年法立案と並行し、新たな取引所設置構想のもとに、戦時に設立され株式の約四分の一を政府が所有する半官半民の日本証券取引所の解散の法的手続について立案を進め、「証券取引法

案」とともに「日本証券取引所の解散に関する法律案」を第九二議会上程、成立をみた(昭和二二年三月二八日法律第二一号)。同法は四月一六日から施行され(同年四月一五日勅令第一二六号、一二七号)、日本証券取引所は二二年四月一六日廃止された。⁽¹⁾なお、日本証券取引所は二〇年六月三〇日付の大蔵大臣命令によって、それまで戦時金融庫の取り扱ってきた株価安定のための市場操作を引き継ぎ、二〇年七月二日以降、株価操作のため有価証券を購入した(買入価格約三億円)が、その収支は有価証券売買取引事業特別会計として、日本証券取引所の他の収支と区分して経理されていた。終戦後、この会計は司令部の指令(一九四五年一月五日付SCAPIN-三九二、一九四六年六月九日付SCAPIN-一四三四-A)に基づき、日本証券取引所の他の財産と切り離し、二一年七月一五日をもって閉鎖機関保管人委員会、のち閉鎖機関整理委員会の管理下におかれ、清算に付された。⁽²⁾

かくして、日本証券取引所が解散され、新たな取引所の設置を規定した「証券取引法」(昭和二二年法)が成立すると、取引所再開への各界の要望は高まった。金融制度調査会第六特別委員会が二二年七月一七日に決定した「証券取引法の施行に関する意見書」⁽³⁾は、取引所再開について「民間各方面の総意を速に結集し、連合軍最高司令部に対し情理を尽してその必要を訴へ、格別の配慮方を懇請すること」と述べ、また、SCLCも同年八月八日証券取引所再開促進方の請願書を関係当局に提出した。⁽⁴⁾大蔵省は、機会あるごとに司令部に口頭で取引所再開を懇請したが、「証券取引法」の施行の準備をほぼ終えた時点で、正式文書を司令部に送った。それは二二年九月二九日付の「証券取引所の再開」と題する覚書⁽⁵⁾で、その中には取引所再開の必要性につき次のように述べている。⁽⁶⁾

(前略——引用者)

四、元来、証券取引所の存在は、現在の経済機構の下においては一日も之を欠くことを得ざる重要な一機構であり、殊に左の諸

点からその再開は緊要のことと存せられる。

- (イ) 有価証券を大量に且つ集中的に取引することにより、自由に決められた公正な値段が決まることになる。
- (ロ) 正規の証券取引所に対しては、新「証券取引法」により投資者保護の為の諸規定が整備されているので、新しき証券取引所が開設されれば、投資者は公正な値段により安心して取引できることになる。現行の集团的店頭売買においては、法的根拠のないためその取締が困難であり、投資者大衆の保護に欠ける点が多い。
- (ハ) 証券取引所が開設されることにより、有価証券の流通が円滑になり、国民の証券投資が円滑に且つ大量になしうるようになる。要するに証券取引所を欠く場合には、証券処理調整協議会を通じて処分される有価証券その他諸企業の再建整備に伴う有価証券の処分に至大の不便を生じ、延いては我国経済の民主化促進に支障を生ずる。

五、以上の理由により近々証券取引委員会が発足し、新「証券取引法」に基づく会員組織証券取引所設立手続が完了した上は証券取引所の再開を承認せられるよう御願い致したい。

しかし、この文書が提出されたときは、司令部内において「証券取引法」の二二年法全面改訂の検討が続けられていた時期であり、みぎ文書に関する回答はなかったのみならず、一〇月二七日付のアドムス・メモ(三三一ページ)で全面的な法改正が提案されたのである。そこで取引所再開はまたまた棚上げとなり、二三年法の制定作業がとりくまれることになった。

昭和二三年四月、「証券取引法」の全面改正法が成立し、五月七日を期して施行されることになると、大蔵省は再び二三年四月二八日付文書をもって「証券取引所の再開」を要請した。⁽⁷⁾また、証券取引所監督に関する証券取引委員会の諸規則が制定され、会員組織の証券取引所の定款その他の諸規則の草案が完成すると、二三年八月一三日付でたび同様の文書を司令部に提出した。⁽⁸⁾しかし、司令部は容易に取引所の再開を許可しなかった。結局それは、二三年

一二月に発表された経済安定九原則にしたがって、インフレ収束と経済安定化政策が推進され、かつ、SCLCによる株式処分が、ある程度の成果をあげた時期まで延引されることになったのである。

昭和二十四年一月三十一日、司令部渉外局は、近日中に取引所の再開を許可するとのマッカーサーの決定を次のとおり公表した。⁽⁹⁾

マッカーサー元帥は三十一日現在進行中の経済再建促進計画の一助として日本における統制下の証券市場の再開が許可されるであろうと発表した。実際の再開期日は近く発表される。総司令官は一年以上前に円貨の国際為替レートを維持しうる程度の経済水準が確立されるかまたはその期が相当近づいた際には統制下の株式市場を再開する許可が与えられる旨の政策を声明したが今回の措置はこの声明の趣旨に添ったものである。総司令部では三十一日発表によつて日本側は一九四八年四月十三日国会を通過した法律第二十五号「証券取引法」による統制規則の作成に直ちに着手しうることとなつたと語つた。証券取引委員会の運営手続を確定する規則が承認され次第市場再開の期日が決定されるであろう。

次いで同年二月一日付のマーケット経済科学局長から大蔵省あての非公式メモは、次のように取引所再開の準備を要請してきた。⁽¹⁰⁾

(前略——引用者)

- 2 日本政府は証券取引所の開所のため、法制を準備し、その他準備のため必要な一切の措置を講ずるよう要請する。
- 3 準備段階の完了した時点で、日本政府が司令部経済科学局に対し、実施に関する方策を文書をもつて提出したとき、一九四五年九月二五日付SCAPIN五九の撤回が考慮される。

みぎの司令部の決定は、むしろ日本側の強い要望を受け入れたものであるが、一方では経済安定九原則によつて具体化されつつあった経済の自立安定、国際経済社会復帰という基本政策に沿つたもので、経済自立のためには、国内

資本市場を整備する必要があつたからにはかならない。

二 取引所開設と売買仕法三原則

二四年一月三十一日の司令部発表後、証券取引委員会は直ちに取引所開設の準備にとりかかり、証券業界も準備を開始した。司令部はなおも、二月三日、証券取引委員会に対し「重要な事項を決定する会議には、司令部の関係官が非公式にオブザーバーとして出席する」「証券取引委員会の取引所設立準備予定表は、司令部において研究する」などの指示を行ない、⁽¹¹⁾「証券取引法」が取引所の自治にまかせた定款、業務規程、受託契約準則、有価証券上場規程等の諸規程についても、司令部が内面指導を強化する方針で望んだ。

東京、大阪、名古屋の三取引所は、二四年二月創立総会を開き、三月一八日登録を受け、四月一日登記を終わったが、その間、司令部担当官は諸規程案の細部にわたり、検討を加えた。東京証券取引所の諸規程の作成経過は、次のようであつたと伝えられている。⁽¹²⁾

GHO当局に提出されたこれら諸規程案はもちろん基本的には、新たに制定された証券取引法の本質や諸規範にもとづいて作成されたが、しかし、半世紀あまりの間にできあがつたわが国証券市場独特の取引技術・慣行も、なお少なからず、これら諸規程案のなかに生かされていた。したがって、そこには当然米国の諸制度とのへだたりが発見された。GHO当局は、そうした点、きびしくその修正をもとめた。その結果は、まったく原型をとどめないほどの徹底的な修正をみることとなり、やむなくサンフランシスコの株式取引所の諸規程を翻案したものを提出するにおよんで、ようやく承認されるという経緯であつた。こうし

表3-1 証券取引所の設立状況

所在地	登録年月日	登記年月日	開所年月日	立会開始年月日	会員定員数(実員)		上場銘柄数
					正会員	才取会員	
東京	24.3.18	24.4.1	24.5.14	24.5.16	130以内(116)	15以内(12)	618
大阪	24.3.18	24.4.1	24.5.14	24.5.16	85 (76)	* 15(11)	523
名古屋	24.3.18	24.4.1	24.5.14	24.5.16	53 (50)	8 (8)	268
京都	24.5.28	24.5.30	24.7.2	24.7.4	45 (41)	—	217
神戸	24.5.28	24.6.6	24.7.2	24.7.4	40 (34)	—	189
広島	24.5.28	24.6.6	24.7.2	24.7.4	35 (28)	—	119
福岡	24.5.28	24.6.7	24.7.2	24.7.4	35 (29)	—	181
新潟	24.5.28	24.6.8	24.7.2	24.7.4	30 (24)	—	176
札幌	25.3.10	25.3.15	25.3.30	25.4.1	20 (17)	—	103

(注) 1. 会員定員数、括弧内の実員数および上場銘柄数は各取引所の設立当初の計数である。
 2. *印は仲立会員。

出所：「証券取引委員会報告書」昭和24年度，77-81ページ。

「売買仕法三原則」を強制された取引所関係者は、「証券取引法」制定当時から、取引手法に関する改革をある程度覚悟していたものの、司令部の強硬な態度に驚き、急遽対策を協議した。結局、議論の余地がないとの判断のもとに四月二二日、司令部に対して「三原則」を遵守する旨、証券取引委員会を通じて回答した。司令部は証券業界のこの回答に接し、四月三〇日まで取引所開設に関するいっさいの準備を完了するよう指示したのである。⁽¹⁴⁾

日本政府は五月五日付で東京、大阪、名古屋三証券取引所の開設許可申請書を司令部に提出した。司令部は五月一日付覚書「証券取引所」⁽¹⁵⁾(SCAPIN二〇〇四)においてそれを承認し、三取引所の開設日を五月一四日と指定した。なお、この「覚書」の第四項には、「すべての証券取引所における取引は、連合国最高司令部によって必要とみなされる統制に服すべきである」旨が明記されていた。これは、「売買仕法三原則」の厳格な遵守を保証するために必要であると考えられたものであろう。

東京、大阪、名古屋の三取引所について、二四年七月二日に

た諸規則は、一般会員や取引所開設準備当局のなかでも容易に理解し消化されなかった。GHO当局の市場開設にたいする関心は、こうした諸規則の制定についての干渉にとどまらず、売買立会場における入場者のマナーにまでそれがおよび、それらは、市場九原則として提示された。

さらに、市場設備については、とくに入念な力の入れ方で、ボールドの設置、テレタイプの設備、銘柄略号の決定、電話施設、照明点検、諸帳簿・伝票の整備、チャッカー装置といったような物的設備の完備を要求し、これらに関する協力もまた惜しまなかった。

司令部担当官は、市場開設に先立って各地の取引所開設予定地を視察したが、証券業界が機会あれば旧仕法復活を期待している状況を見て、四月二〇日、アダムスから証券取引委員会に対し、次のような文書が提示された。⁽¹³⁾これが「売買仕法三原則」あるいは「取引三原則」といわれるものである。

- 一 取引所における取引は、すべてその行われた順位に従い時間的に記録されること。
- 二 会員は、上場銘柄の取引については、一定の例外を除きすべて取引所において、これを行うこと。
- 三 先物取引を行わないこと。

要するに、証券業界の主張した上場銘柄の店頭仕切り売買を禁止し、上場株式の取引はすべて取引所に集中させる。売買伝票に受託時間、売買成立時間を正確に記録し、取引の不正、誤りをなくす。さらに投機的取引である清算取引を一切禁止し、実物取引に一本化するといふものであった。この「売買仕法三原則」は、公正な価格の形成、円滑な流通と証券取引の健全化をはかり、売買委託者(投資者)を保護することを目的としており、何よりも清算取引という投機的売買を戦前から受け継いできたわが国株式流通市場を、根本から改革するという画期的意義をもっていたのである。

京都、神戸、広島、福岡および新潟の五取引所の開設が許可され、下つて、二五年三月三〇日に札幌証券取引所が開設された。全国九証券取引所の設立の状況をまとめると、表3-1のとおりである。

- (1) 日本証券取引所は清算に付され、同取引所の現物出資により平和不動産株式会社が二二年七月一日設立された(『東京証券取引所一〇年史』、九五―九六ページ)。
- (2) 閉鎖機関整理委員会『閉鎖機関とその特殊清算』、五二八―三二一ページ。
- (3) 「金融制度調査会特別委員会報告(三)——第六特別委員会(証券)その一——」昭和二三年七月(大蔵省資料Z六〇六一三)。
- (4) 証券処理調整協議会『SCLC業績誌』、一八ページ。
- (5) Memo, Ministry of Finance to SCAP, Reopening of Securities Exchanges, 29 September, 1947, LO 3504(FI/SE) (大蔵省資料Z六〇一一三三)。なお、このメモは終戦連絡中央事務局から一〇月二日付CLO―七七一六として司令部に提出された(大蔵省資料Z六〇一一三三)。
- (6) 邦訳は大蔵省資料Z五一一―二八六所収による。
- (7) Memo, Ministry of Finance to SCAP, Reopening of Securities Exchanges, 28 April, 1948, LO 2011 (FI/SE) (大蔵省資料Z五一一―二八六)。このメモは連絡調整中央事務局から五月一日付CLO―一五六〇として司令部に提出された(大蔵省資料Z六〇一一二二)。
- (8) Memo, Ministry of Finance to SCAP, Reopening of Securities Exchanges, 13 August, 1948, LO 2989 (大蔵省資料Z六〇一一五〇)。このメモは八月一六日付CLO―二八八六として司令部に提出された(大蔵省資料Z六〇一一二四)。
- (9) 「証券取引委員会報告書」昭和二三年度、九九ページ。
- (10) Informal Memo, Marquat to Ministry of Finance, Reopening of Securities Exchanges, 1 February, 1949 (大蔵省資料Z六〇一一九一)。
- (11) 『東京証券取引所一〇年史』、一六八ページ。
- (12) 同前、一七二―七三ページ。
- (13) 証券取引委員会『証券取引法関係通牒集』、三四六ページ。

(14) 『東京証券取引所一〇年史』、一七三―七四ページ。

(15) 大蔵省資料Z六〇一一一九四。なお、この覚書は五月一二日に接受された。

表3-2 東証株価指数
(昭和21年8月=100)

年 月	総指数	数量指数	流通代金指
銘柄数	227		
24年5月	700.3	1,645.9	11,526.2
6	675.8	1,468.1	9,921.4
7	565.0	876.5	4,952.2
8	628.8	1,851.2	11,640.3
9	620.0	1,610.5	9,985.1
10	476.2	1,029.1	4,900.6
11	425.7	970.4	4,131.0
12	326.5	1,345.9	4,394.4
銘柄数	223		
25年1月	280.1	994.6	2,785.9
2	318.8	1,551.6	4,946.5
3	307.3	1,315.8	4,043.5
4	266.1	1,319.7	3,511.7
5	281.3	1,742.0	4,900.2
6	260.8	1,775.1	4,629.5
7	309.8	3,910.5	12,114.7
8	353.8	4,985.9	17,640.1
9	343.5	2,158.9	7,415.8
10	327.3	1,902.0	6,225.2
11	346.4	2,765.5	9,579.7
12	312.1	2,231.8	9,965.4
銘柄数	225		
26年1月	329.6	2,716.1	8,952.3
2	367.2	3,370.7	12,377.2
3	384.1	3,077.4	11,820.3
4	350.3	1,809.5	6,338.7
5	352.4	1,724.5	6,077.1
6	369.0	2,243.6	8,278.9
7	355.3	2,232.4	7,931.7
8	378.4	2,442.2	9,241.3
9	399.2	2,212.6	8,832.7
10	421.6	3,708.3	15,634.2
11	399.7	2,321.4	9,278.6
12	398.1	2,384.1	9,491.1
銘柄数	225		
27年1月	437.5	3,971.9	17,377.1
2	465.9	3,916.3	18,246.0
3	444.9	2,459.4	10,941.9
4	437.8	3,767.8	16,495.4
5	491.2	5,444.5	26,743.4
6	584.5	6,647.7	38,855.8

(注) 1. 東京証券取引所調。
2. フィッシャー理想算式による。
出所：野村証券調査部『証券統計要覧』昭和30年版、6-7ページ。

第二節 取引所再開後の株式市場

一 ドッジ・ラインと株式市場

取引所が再開された二四年五月は、ドッジ Joseph M. Dodge 公使の構想による経済安定化政策が実施の段階に入っていた。いわゆるドッジ・ラインといわれるこの政策は、総合均衡予算の編成、大蔵省預金部資金の運用制限、復興金融庫融資の停止等、財政・金融面からインフレ要因を除去し、他方で単一為替レートを設定し、国内経済安定―物価安定を基礎に日本の対外取引を促進して、日本経済の自立化を達成するという点に究極のねらいがあった。しかし、均衡予算の編成と政府金融活動の制限は国内金融に直接深刻な打撃を与えた。それまで、日銀信用膨張に支えられた復金融資活動が、いわゆる復金インフレをもたらし、膨張した信用関係のうえに企業活動を展開させていた。この政策は、そのようなインフレ的信用関係を一挙に解消しようというものであったから、その影響は深刻であった。

一方、証券取引所再開直前の五月一〇日、司令部の招きでシャープ Carl S. Shoup を団長とする税制使節団が来日した。その目的は経済安定九原則に沿った安定した税制の確立にあった。同使節団の「勧告」は二四年九月一五日に発表され、それにもとづく税制改革は二五年度から実施されたのであるが、「勧告」は租税によって資本蓄積を促進し、資本蓄積を阻害するような税制を改善するという一面をもっていた。しかし、このような長期的観点からの資本市場振興策は、ドッジ・ラインの実施によって極度の金融逼迫が生じ、半ば恐慌状態に追いやられた証券市場にとっては、カンフル注射の意味すらもえなかつたのみならず、「勧告」による証券の強制登録制の提案が、直接的には市況不振に拍車をかける一因となった。証券税制については後述に譲る(第四章第四節)が、ここでは株式市場に焦点をしばりつつ、ドッジ・ライン実施以降の事情をみておこう。

表3-2は取引所再開後の株価推移をみたものである。取引所再開の接近をはやして活況を呈していた株式市場は、取引所再開と同時に、司令部による賠償取立の中止指令という好材料に接して、一段と活発な商いを展開した。

表3-3 全国取引所別株式売買高 (単位:千株,百万円)

区分	昭和24		25		26		27		
	株数	代金	株数	代金	株数	代金	株数	代金	
東京	年 間	255,934	36,758	512,110	49,950	821,259	92,440	2,002,637	352,214
	全 国 比	(59.17)	(59.03)	(56.09)	(55.01)	(57.00)	(57.66)	(57.26)	(50.85)
大阪	年 間	111,428	16,892	256,419	24,962	398,156	40,943	867,347	172,884
	全 国 比	(27.61)	(27.13)	(28.08)	(27.49)	(27.55)	(25.45)	(24.80)	(24.96)
名古屋	年 間	25,003	3,837	52,885	6,049	84,167	10,189	229,520	57,740
	全 国 比	(5.78)	(6.16)	(5.79)	(6.66)	(5.82)	(6.33)	(6.56)	(8.34)
京都	年 間	7,982	1,112	24,471	2,554	46,377	6,201	115,877	32,734
	全 国 比	(2.36)	(2.28)	(2.68)	(2.81)	(3.21)	(3.86)	(3.31)	(4.73)
神戸	年 間	7,194	846	26,872	3,005	35,590	3,605	94,732	24,487
	全 国 比	(2.13)	(1.74)	(2.96)	(3.33)	(2.46)	(2.24)	(2.71)	(3.54)
広島	年 間	2,510	365	10,588	1,333	21,748	3,349	83,489	28,611
	全 国 比	(0.75)	(0.75)	(1.16)	(1.47)	(1.51)	(2.09)	(2.40)	(4.14)
福岡	年 間	4,471	622	13,590	1,167	18,024	1,692	75,480	18,501
	全 国 比	(1.33)	(1.29)	(1.50)	(1.30)	(1.25)	(1.06)	(2.17)	(2.68)
新潟	年 間	2,931	781	7,093	864	7,343	1,017	13,550	3,328
	全 国 比	(0.87)	(1.62)	(0.78)	(0.96)	(0.51)	(0.63)	(0.39)	(0.48)
札幌	年 間	—	—	6,571	662	9,980	1,087	13,990	1,971
	全 国 比	—	—	(0.96)	(0.97)	(0.69)	(0.68)	(0.40)	(0.28)
合計	年 間	425,453	61,213	901,598	90,546	1,442,643	160,524	3,496,620	692,469
	全 国 比	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
	1日平均	2,253	324	3,034	302	4,803	534	11,619	2,301

出所:『第1回理財局証券年報』昭和38年版, 374—75ページ。

しかし、株価は間もなく下落に転じ、二四年九月を境に急落の一途をたどり、とくに二四年一二月から翌二五年一月にかけて、いわゆる恐慌相場を現出した。東証株価指数は、二一年八月を一〇〇として、二四年五月七〇〇とピークを迎え、同年九月の六二〇から二五年六月の二六〇まで、わずか九カ月の間に六割近くも下落した。その後、株価は上向きに転じたものの、二六年半ばまでの一年余は二四年好況時のほぼ半値に低迷した。再び好況が訪れる

のは、二七年講和発効後のことであつた。この間の取引所別の株式売買高は、表3-3のとおりであり、東京、大阪両取引所の売買高は各年とも全国の八割以上を占めている。また、全国の取引所の一日平均の売買高をみると、二五年は二四年より株数は一・三倍と増加したが、代金は株価下落を反映して減少している。二六年は増勢に転じ、二五年に比し株数で一・六倍、代金で一・八倍となったが、二七年は二六年に比し、株数で二・四倍、代金で四・三倍と急増している。

みぎのような二四、二五年の株式不況の背景をなした事情は、直接的にはドッジ・ラインによる金融逼迫であつた。復金融資活動をつうじて、民間設備資金のほぼ七〇%が政府資金によって供給されていたのであるが、ドッジ・ラインの実施から、復金融資が事実上停止されたため、民間資金がこの分をカバーせざるをえなくなった。銀行融資への依存、株式発行(増資)、社債発行等、金融市場での資金需要は一挙に膨張し、金融逼迫はその極に達した。いわゆるデイス・インフレ政策は、こうしたデフレ的状况を金融面から緩和させるといふものであつた。つまり市中銀行に積極的な融資を展開させ、日銀信用によってそれを支えるという、オーバー・ローンによるデフレ緩和政策が展開されざるをえなかつたのである。のちにあらためてみるように、このようなデイス・インフレ政策の展開にもかかわらず、金融逼迫は解消せず、株式市場は恐慌的状态に陥り、さまざまな救済手段が講じられることになつたのである。

むしろ、みぎのような金融事情だけが、株式市場不振の原因だつたわけではない。単一為替レートの設定によつて、輸出が大きな打撃をうけたことや、デフレの進行による企業業績の悪化、中小企業倒産の続出、失業の増大等、経済実態面での不況現象が表面化してきたことも、基本的な原因をなしていたとみるべきであらう。

表3-4 資本金、増資、社債発行推移 (単位：千社、百万円)

年次	会社数 (A)	私資本 (B)	込金 (C)	同増 (D)	左額 (E)	社債 (F)	国民所得 (G)	総貯蓄 (H)	(B)/(E) %	(C)/(F) %
昭20	96	43,723	3,081	3,199	—	—	—	—	—	—
21	106	48,240	4,517	725	3,609	1,054	13.4	4.3		
22	144	57,270	9,030	340	9,680	3,452	5.9	2.6		
23	177	116,636	59,366	514	19,616	7,522	5.9	7.9		
24	208	225,165	108,529	16,535	27,373	8,306	8.2	13.1		
25	239	322,728	97,563	45,762	33,815	10,073	9.4	9.7		
26	260	418,718	95,990	39,119	45,252	16,638	9.3	5.8		

(注) 1. (A)(B)は、年度末にいたる最終事業年度末現在の計数。
 2. (D)は日本興業銀行調べ。金融債を含まず、借換分を含む。
 3. (E)は経済企画庁調べ。(F)は国税庁調べで年度間の計数。

出所：『第1回理財局証券年報』昭和38年版、362ページ。『昭和財政史——終戦から講和まで——』第19巻「統計」、598ページ。

それと同時に、株式の需給関係が二四年に入ってから大きく崩れてきた事情も、より直接的な事情として見落とせない。前述のように、大量の株式処分が、証券民主化のスローガンのもとに強行され、可能なかぎりの投資資金が吸収されてしまったから、株式需給関係は、構造的に供給過剰の状態にあった。しかも、上述のように復金融資停止によって政府資金借入れを民間資金にきりかえざるをえなくなった企業が、一斉に増資を行なったことから、株式の需給関係は一層悪化せざるをえない状況となったのである。表3-4は、この時期の増資および社債発行がいかに大規模に行なわれたかをしめしている。二四年の会社資本金増加額は二一—二三年の三年間のそれをはるかに上回っている。このように二四年秋ごろから放出株に加えて「企業再建整備法」にもとづく増資や一般増資が加わって、株式市場は低迷の度合をますます深めていったのである。とくに企業の中には、増資にあたって自社の株価を水準以上に保っておく必要があるため、いわゆる「工作買」といわれる株価操作を行なうものがみられるようになった。これに対して証券取引委員会は、二四年九月二十九日各取引所宛に通牒を發して「証券取

引法」違反のないよう警告し、また、次のような新聞発表を行なって注意を喚起した。⁽³⁾

工作買なる株価の操作に対する警告について(昭和二四、九、三〇新聞発表)

最近各会社の増資が相ついで行われているが、取引所に上場する株式の発行会社がこれら増資に際しその増資を円滑にするため、証券取引法に違反して、取引所会員を通じていわゆる工作買なる株価の操作を行っている疑のある場合があるので、当委員会としては、取引の公正及び投資者保護の見地から、証券取引法違反の行為を慎むは勿論右のような疑惑を招く行為をも自制するよう又特に株価安定工作を行う必要がある場合は、同法所定の手続を経てこれを行うよう各取引所理事長を通じて取引所会員に警告を發した。

なお、取引所に上場する株式の発行会社においてもかくの如き証券取引法の規定に違反することのないよう注意せられることを併せて希望する次第である。

また、同年一月三〇日にも再度警告の通牒が發せられたが、この事態は株式市場における株式需給関係の悪化と消化能力の極端な低下を反映したものと見えよう。これらの警告にもかかわらず、二四年から二五年にかけて、増資に際して発行会社が株価工作を行なう事件が相ついで発生した。⁽⁵⁾証券取引委員会は関係者に対し、行政処分、告発あるいは警告を發したほか、二六年三月五日には証券取引委員会徳田委員長が証券業者、上場会社等が株価工作を行わないよう戒心を求める談話を發表した。⁽⁶⁾

また、二四年下期から二五年上期にかけて、いわゆる花形上場証券の増資新株または第二会社株の権利売買を中心とした場外取引が問題となった。このような場外取引は、当初名古屋、新潟方面において始められたが、漸次全国に広がり、正規市場取引を圧迫する情勢となった。その理由は、実物市場の不振により証券業者は経営困難となった

が、売買仕法三原則により取引所市場が実物取引のみであったため、他に投機市場を求めたことと、仕切売買という旧来の商習慣に禁止的制限が設けられたことのはけ口を、場外市場に求めたことなどによるものであった。⁽⁷⁾ 証券取引委員会は、はじめ権利売買の経済的必要性をみとめて事態を静観していたが、権利売買はしだいに投機的様相をおび、堅実な実物市場を圧迫し、さらに過度の思惑のため資金繰りに窮し、不渡小切手を振り出すものもあらわれるに至って、二五年四月五日、次のような通牒を各証券業協会に発して、場外取引を取り締まった。⁽⁸⁾

場外取引の取締りについて（昭和二五年四月五日証券第六八七号）

最近、頓みに盛んとなつた場外取引は、取引数量過当にして不健全な投機的色彩を加え、且つ、正規市場の取引を圧迫して証券取引法立法の精神に背反するのみならず、種々の弊害を惹起し、協会の経営を危殆に陥れ、世論亦これを非議する声を聞くに至つたので、爾今これを取締ることとしたから左記事項を貴会員に洩れなく周知徹底せしめ有価証券市場及び本来の店頭取引による健全なる取引に復帰することに努力せられたく右通ちようする。

なお、左記一及び二の取締は証券業協会の現在指定取扱全銘柄について直に行うべきであるが、現存の売買関係を紊乱し相場に不測の変動を与えることを願慮したため左記三の通り経過的に整理期間を置くことにしたものであつて、本通ちようの趣旨を逸脱する取引は、たとえこの通ちようにより是認された取引であつても、今後個別的に処置する方針であることを了承せられたく、又証券取引所所在地の協会は、昭和二五年四月十日（以下「指定日」という。）現在の取扱銘柄及び各銘柄別の取組高を至急報告するとともに、爾後毎日の取組状況及び受渡整理状況並びに重要指示事項を一週間分毎に取纏めて報告せられたい。

記

一、指定日現在における証券業協会の指定取扱銘柄の外は、指定日以降如何なる機関も、証券取引所に上場されていない有価証券に關し、取引の締結、管理及び受渡その他の決済について総合的の取扱、又は斡旋を行つてはならない。

二、指定日現在の取扱銘柄の外は指定日以降、場外取引について、一定の場所に集合して取引を締結してはならない。

三、指定日現在の取扱銘柄については、従来通り取扱つて差支えないが、この通ちようの趣旨に鑑み、その取引もできる限り従来の建玉の決済のための取引に止め、速かに整理を完結すること。

四、右の諸項は店頭における業者間又は業者顧客間の取引又は決済を禁止するものでないこと勿論である。

みぎの措置にもかかわらず、場外取引は各地で繁盛を加え、投機的権利株売買によって問題を引き起こした。⁽⁹⁾ そこで証券取引委員会は、二五年一月、市場取引に発行日取引が実施されるのを契機として取締を強化した。すなわち従来黙認していた非上場証券の仮上場制度による市場内売買を禁止し、⁽¹⁰⁾ 届出の効力発生前の証券売買および増資の風評に基づく増資新株の売買勧誘に対する取締方針を示すとともに、⁽¹¹⁾ 権利株の店頭取引を発行日取引に準じて規制を加える旨、次のように各証券業協会に対し通牒を發した。⁽¹²⁾

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（昭和二五年一月八日証券第二四六九号）

権利株売買の過当投機化を防止し、これが取引の適正確実化を図るため各地の取引所において別紙要領に基づき厳格な規制の下に市場取引として発行日取引の制度が設けられたのに伴い、権利株の店頭取引についても市場取引に準じ規制を加え売買を適正ならしめる必要があるので、貴協会においては左記趣旨の規則を設けた上会員をして遵守せしめるよう指導されたい。

記

一、取引所会員以外の業者（以下非会員業者という。）が権利株について顧客に対し仕切売買を行う場合には必ず約定価格の五十パーセント以上において協会の定める売買証拠金の提供を求めること。

二、非会員業者間又は非会員業者、会員業者間における権利株の仕切売買について取引の相手方から要求のあるときは約定価格の五十パーセント以上において協会の定める売買証拠金を相手方に提供すること。

三、前二項の売買証拠金の提供について協会又は世話人等がこれを管理する等市場類似施設に陥る虞れある行為は認められないこと。

四、非会員が権利株について顧客の売買を会員に取次ぐ場合は顧客から約定価格の五十パーセント以上において取引所の定める売買証拠金の提供を求めること。

発行日取引要綱案（昭和二五、一〇、七）（省略——引用者）

みぎによって、権利株売買が公認されたかわりに、証拠金制度をはじめ、一定の取引所規則のもとに、取引に規制が加えられたのである。

このように株式市況の低迷が、株式市場に動員されたばかりの零細な一般大衆投資者に大きな損害をかけるにいたって、一方で証券民主化運動はそのあり方について反省を迫られると同時に、他方で、株式市場救済が焦眉の急を告げるにいたったのである。とくに前者についていえば、証券民主化の名のもとに証券投資者層の拡大とそれによる株式処分のみ重点がおかれて、株式市場の機構、制度面の整備とか証券政策・行政の充実といった側面が、それに伴っていなかった点が問題であった。のちに改めてふれるさまざまな証券政策の展開は、この二四年の経験をもとにしてきたといっても言いすぎではないであろう。

二 株式市場救済

二四年八月から九月にかけて、株式市場は秋高が予想され、九月から十一月にかけての増資計画は未曾有の巨額と

なった。しかし、九月に入るとともに、証券市場は一般の予測に反し一〇月、十一月と不振の一途をたどった。こういう情勢の中で、証券取引委員会は二四年十一月二四日、当面の不況対策について、次のようにその考えをまとめている。⁽¹³⁾

証券市場は産業経済の実態をそのまま反映しているのであるから、現在不振を極めている市況の回復には、根本的な問題としては、輸出の振興、企業合理化の推進、金詰の打開等によつて企業自体の改善向上が図られなければならない。然し証券市場の不況が証券市場自体に関する原因に基くものもある。いわゆる人気によつてかなり敏感な動きを示す証券市場にとつては、比較的軽い措置であつても呼び水的な作用をなして不振回復の契機となることも考えられる。この意味から証券市場に対する当面の施策としては、次のようなものが挙げられる。

- 一、証券金融（引受金融、未消化分に対する金融、払込資金の金融）を推進すること（証券金融の順位は乙に引上げられたが実情は必ずしもこれに伴っていないのでこれが実現を促進すること）
- 二、優良株式を日銀貸出の担保とする途を拓くこと
- 三、優良株式を公開市場操作の対象とすること
- 四、生保資金を証券市場に導入する措置を講ずること
- 五、事業会社に対する復金及び一般金融機関の融資の回収を一時延期する措置を講ずること
- 六、増資株式の発行について社債についての現行の起債懇談会と同様の方法により時期的な調整を図ること
- 七、証券処理調整協議会からの放出を相当期間差控えること
- 八、引受機構の整備、引受競争の排除等発行市場の運営を適正にすること
- 九、証券業者の課税問題について、業況の時期的な変動を斟酌し、課税の限度及び徴税の時期について適当な調整をすること
- 十、優良銘柄に対する証券投資の勧奨を積極的に行うこと

十一、シャープ勧告附録による強制登録について速かに方針を決定しこれを公表すること

みぎにあげられた対策のうち、証券金融に関係する一から五までの中で、①証券金融の優先順位を引き上げる融資準則の改正(一)、②日銀の買オペレーションによる株式買入資金の導入(三、四)、③金融機関、生保資金の証券市場導入(四)は実施されたが、日本銀行の株式担保金融の実施は難航し実施されなかった。また、六一一までの株式等に関する対策の中で、①増資株式の発行調整(六)、②SCLC放出株の放出中止(七)については実施された。しかし引受機構の整備に関連した証券保有機関の設置等およびシャープ勧告に基づく証券の強制登録問題は難航した。前者は結局成案に至らず、後者は二五年二月、関係法案の閣議決定をみたものの、同年四月、証券登録を強制するための法律案の国会提出は見合わせる事になった(四八一―八四ページ)。

以下、まず実施された株式市場救済対策を述べ、次に実施されなかったものの経緯を述べよう。

第一にSCLCの放出株の放出見合せについては、昭和二四年一〇月一四日、公募をすべて無期限に留保し、SCLCの株式放出が市況に影響を及ぼさないよう措置がとられ、以後SCLCの解散まで、この措置が続けられたことは既述のとおりである(三八一―八三ページ)。

第二に、国債の買オペレーションによる株式買入資金導入については、まず生命保険会社の所有国債に対する日本銀行の買オペレーションが行なわれ、二四年四月から一月までに生保の所有株式増資払込八五億円、株式市場への円が、一二月に入って同じく増資払込五億円、買出動一〇億円が実施され、また一二月には、市中銀行所有国債三・買出動八億五億円の日銀買オペレーションにより日本発送電の増資払込資金が供給された⁽¹⁴⁾。

第三に証券業者および一般投資家に対する証券金融については、証券引受業者の要請によって公募株の引受残に対

する特別融資として、全国銀行協会理事会は二四年一〇月一七日、五億円から一〇億円の融資を行なって株式の消化に協力する旨決定し、これを実施した。また、証券業者の運転資金および一般投資家の証券の購入、応募もしくは払込の資金の融資は、二三年四月八日以降、優先順位は「丙」となっていた⁽¹⁵⁾(三六三ページ)。これは、二四年六月の証券民主化議員連盟の要望もあって、二四年八月一五日「乙」に改定され(昭和二四年八月一五日大告第五六六号)、同年一二月一五日、さらに「甲」に引き上げられた(昭和二五年一二月一五日大告第一〇〇五号)。

第四の増資の調整については、増資株式の過剰供給を調整して増資額を金融事情、証券市場の推移、株式の消化力に適合させ、株式市場に対する悪影響を少なくすることを目的として増資等調整懇談会が設置された。第一回会合は二四年一二月一九日に開かれ、日本銀行、有力銀行、証券会社、SCLCおよび証券取引委員会の代表が毎月一回程度会合し、毎月の増資額を調整決定することになった⁽¹⁶⁾。これは、日本銀行を中心とした事実上の産業資金割当てであり、のちにみる債券発行に関する起債調整(四三七―四一ページ)とならんで、その後長期にわたり資本市場の統制に当たることになった。

増資等懇談会による増資の調整は二五年一月分から開始されたが、調整の範囲は原則として上場株式の発行会社に限る、また、市場に影響力の少ないものおよび株価からみて増資が可能で発行会社側に強い要望がある場合には、会社意思に反して増資を抑制することはしない方針をとっていた⁽¹⁷⁾。表3-5は、増資等調整懇談会の審査決定した調整額と株式の払込額の推移である。増資希望額は二五年八月以降は不明であるが、二五年一月から七月までの七カ月間を通じ調整額は希望額の四〇%に過ぎず、大幅な増資抑制が実施されたことを示している。また、株式市場の低迷を反映して、二五年は二四年に比し増資額が大幅におちこみ、二六年はやや回復したものの、二四年の額にまでも達

表3-5 増資の調整と増資額 (単位：百万円)

年 月	希望額	調整額	増資額	年 月	調整額	増資額
24年10月	—	—	7,963	26年1月	1,485	4,037
11月	—	—	11,797	2月	1,355	3,202
12月	—	—	7,956	3月	652	4,023
24年計	—	—	82,173	4月	2,945	6,631
25年1月	5,978	1,650	3,790	5月	4,232	7,605
2月	5,306	2,259	3,807	6月	4,806	10,198
3月	3,964	1,302	2,115	7月	5,769	8,796
4月	7,752	2,416	4,772	8月	3,422	6,894
5月	3,613	2,131	3,351	9月	806	3,034
6月	2,921	1,869	4,072	10月	1,125	3,505
7月	953	683	1,888	11月	5,043	10,112
8月	…	585	2,217	12月	4,516	5,842
9月	…	2,203	1,903	26年計	36,156	73,884
10月	…	1,909	3,353	27年1月	2,961	5,259
11月	…	2,230	4,970	2月	3,786	7,431
12月	…	1,180	4,098	3月	3,750	8,332
25年計	…	20,417	40,341	27年計	…	127,278
(1~7月計)	(30,487)	(12,310)	(23,795)	(1~3月計)	(10,497)	(21,022)

- (注) 1. 「希望額」は増資等調整懇談会に株式発行の希望を申し込んだ額で「株式払込金調(理経, 昭25.6.15)」(大蔵省資料Z511-291)により、理財局経済課調べ、25年8月以降不詳。
2. 「調整額」は増資等調整懇談会の審査決定額で、25年分は証券取引委員会「第10国会想定質疑(昭和26年1月)」(大蔵省資料Z511-290)により、26年以降は理財局「第13回通常国会参考書(昭和27年1月)」(大蔵省資料Z413-3)による。
3. 「増資額」は、株式発行に関する届出を発行期日別に集計した額で新設、増資を含む株式払込金額、出所は2と同じ。ただし、計数を『昭和財政史——終戦から講和まで——』19巻「統計」, 603ページで補充した。

していない。

みぎのような株式救済対策の実施ないし実施準備中であった二四年一二月、株価は急落し一二月一四日には恐慌相場を現出した。証券取引委員会は緊急措置として、同年一二月五日以降大阪証券取引所で実施された株式貸借取引を停止させ、空売りを防止する指示を各取引所に打電し、翌一五日「株式市価対策に関する件」(証取第二五七七号)を各証券取引所および証券業界に通牒した。これは、株式売買における仮需要としての空売りを制限し、値ざやをねらった投機取引における売需要を削減して、株価の低落を防ぐことを目的としたものであった。

みぎのように、日銀の国債オペレーションによる生保資金等の株式買出動、証券金融の拡充、空売り防止、増資の調整などによって、一二月一五日以降、株価は一応の安定はみたものの、低位に低迷する情勢が続いて、日銀の株式担保金融の実施、証券保有機関の設置および株式強制登録制の取りやめの要望が二五年になっても繰り返され、各界からよせられた。

日本銀行の株式担保貸出は、「日本銀行法」(昭和一七年二月二四日法律第六七号)で認められ、一七年四月二四日には、株式および出資証券の担保価格を時価の七割以内と定めたが、当時は国債が累積していたため株式を担保とする貸出しは実際上必要なかった。しかし、二四年度からデイス・インフレーション政策として日銀の国債買入オペレーションが開始された。また二五年度予算で国債償還が予定され、金融機関の手持国債は急速に減少する見込みとなり、一方企業の自己資金調達の方法として株式発行も促進される必要があった。そこで、日本銀行は優良銘柄の株式を貸出担保として指定し、日銀の株式担保貸出を行なう意向をもって司令部と交渉を試みたが、時期尚早として司令部の了解を得られなかった。⁽¹⁹⁾ 中央銀行の株式担保金融が制度上許されていないアメリカに範をとる限り、司令部がこ

れを許可するとは考えられなかった。また、大蔵部内でも銀行局には、次のような考えもあった。⁽²⁰⁾

証券市場と金融市場がほぼ明確に分離されている今日株式市場の崩落は、一般企業自体の資金繰りに影響がないばかりでなく、直ちに金融恐慌に発展する惧も少いわけである。

株価の低落により当面不利を被るものは

- (一) 今後増資しなければならない企業
- (二) 手放さなければならない株式を持たされた大衆に限られる。

金融機関が積極的に株式保有或は株式担保金融にのりだすことはこの危険を経済界全般に拡大するものであるのみならず、銀行の不当な産業支配となる惧もある。

中央銀行が直接関与することは、日銀券の信用ともからんで一層困難な問題の種を蒔くことであるから、非常の事態以外に認むべきではない。

次に、証券保有機関の設置問題について述べよう。「証券取引法」によって、証券引受業務から金融機関が排除され、証券の引受けは証券業者の専業となったが、株式不況の中で前述の証券取引委員会の対策にもあるように、引受機構の整備、引受競争の排除等、発行市場の運営を改善することが課題となった。⁽²¹⁾ この問題は、二四年の恐慌相場現出後の緊急対策として、にわか証券保有機関設置問題となって現われた。すなわち、二四年一月二一日、証券取引委員会、持株会社整理委員会、閉鎖機関整理委員会、東京証券取引所、東京証券業協会および主要証券会社の代表が集まって市場対策を協議し、そこで株価の安定と調整を目的とする株式の買入れ、および消化困難な増資株、失権株を一時的に引き受ける証券保有機関の構想がうち出された。⁽²²⁾ この構想はすでに第二次金融制度調査会の「中間報告」⁽²³⁾

(昭和二年五月二七日答申)において、SCLCの持株処分に関連して提案されている。すなわち、「中間報告」では「二百億円以上に達する株式の中には大衆に所有せしめることが、投資者保護の立場より見て適せぬもののある事が予想せられるを以って、それ等処分不適のものに付いては別途之が保有機関を定めまたは処理方法を講ずること」と提案したがとりあげられなかった。そして二四年一月二月以降、株式市場の救済機関として再び証券保有機関設置の必要が課題とされたのである。二五年一月二〇日、政府与党の民主自由党大会は、①地域別証券金融会社の普及強化、②信用供与制の実現、③特殊法人による証券保有機関の設立、④日銀の株式見返担保制の実現を四大証券対策として定め、さらに同月二七日、政府与党連絡会で、吉田首相は積極的な証券対策を政府、与党をあげて検討することを申し合わせた。⁽²⁴⁾

みぎの情勢の中で、大蔵省では緊急証券対策の柱として証券取引委員会の起案する証券保有会社設立案が検討された。それは次のようなものであった。⁽²⁵⁾

緊急証券対策要綱(案)(昭、二五、一、二七証券取引委員会)

一、次の要領に依り証券保有会社を設立すること。

(一) 資本金は二億円乃至五億円とし株式は民間資本をもつて引き受けること。(場合により東京の外、大阪、名古屋等にも同様の会社を設立すること。)

(二) 右社に対しては市中金融機関(興銀を含む)より保有株式を担保として一〇〇億円程度の融資を行うこと。

(三) 会社は右(一)及び(二)の資金をもつて市場にある過剰株式を買上げて一時保有すると共に今後行われる産業会社の増資に際し消化困難な株式を一時引き受けるものとする。

二、証券保有会社又は同会社に対して融資を行った市中金融機関に対しては次の通り資金的援助を与えること。

- (一) 保有会社に融資を行った市中金融機関は必要により日本銀行から手形割引の形式をもつて融資を受ける途を開くこと。(要すれば担保の株式を日本銀行に対する添担保とすること。)
- (二) 見返資金の一部を証券保有会社に融通することを考慮すること。
- (三) 見返資金又は預金部資金をもつて興業債券等適当な金融債券を引き受け右による資金を証券保有会社に融通すること。
- (四) 閉鎖機関の保有資金の一部を活用することを考慮すること。
- (五) 証券業者の顧客に対する信用の供与(供与率五〇%程度)を認め早急にレギュラーウェイの完全な実施を実現せしめること。

政府は一月末、司令部に対し証券保有機関についての意向を打診したが、司令部はどのような機関にしる株価操作におちいる結果を招くようなもの設置には反対であるという意向を示したという。⁽²⁶⁾ 大蔵部内ではみぎの案に手を加え、翌一月二八日付で「証券投資会社設立に関する件」⁽²⁷⁾を起案したが(四九七ページ)、それは、保有会社を投資会社とし、資本金を増加して見返資金を導入しようという点で二七日の案と異なるが、市場の過剰株式の買入れと増資に際し消化困難な株式の一時引受けを行なうという機能は変わらない案であった。司令部はこの機関に見返資金を出資しないし貸し付けることにも難色を示したという。⁽²⁸⁾その後、経済団体連合会では証券保有機関設置について見切りをつけ、二五年五月、第二次案として証券会社の上に元引受会社を設置する案を作成し、また大蔵省でも日米合弁の引受会社案を検討していると伝えられたが、⁽²⁹⁾いずれも実現に至らなかった。証券投資会社案は難航しつつ翌二六年「投資信託法」に形をかえて成立することになるが、それについては第四章第五節にゆずらう。

なお、二四年末から二五年にかけての株式不況を契機として各界で証券対策が討議され、また多くの意見書や要望書が政府に提出された。たとえば、民主自由党証券対策委員会の「証券政策確立要綱」⁽³⁰⁾(昭和二四年一月三〇日)、「証

券緊急対策」⁽³¹⁾(同年一月二五日)、全国証券業協会連合会の「証券対策に関する政府への意見書」⁽³²⁾(昭和二五年一月九日)、「総合的証券対策に関する意見」⁽³³⁾(同年二月)、経済団体連合会の「証券保有会社設置案」⁽³⁴⁾(同年二月三日)、証券民主化議員連盟の「株式市場の現状とその基本対策」⁽³⁵⁾(同年二月一九日)などがそれである。

また、第七国会衆議院では、二五年三月二九日、各派共同提案による次のような「長期産業資金調達促進のための株式対策確立に関する決議案」⁽³⁶⁾が上程された。

戦後の経済再建に必要な資本の蓄積にあたり、株式市場は極めて重要な地位を占めている。

しかも、今日の経済体制の下では長期資金調達の機関としての株式市場の利用価値は重大である。したがって産業資金の調達を阻害している最近の株式市場の不振については、経済再建の見地より重大な関心をもつものであるが、政府の対策は行きつままりの観を呈している。

しかるに、事態は必ずしも樂觀を許さないと考えられるから、改めて早急に根本的な対策を講ずるよう政府に要望する。

株式対策は、経済政策上の観点から総合的に推進されるべきであるが、政府は、当面の対策として先ず次の事項を直ちに実施して株価の安定をはかり、産業の復興を促進すべきである。

- 一 経済情勢に即応し資本発行の総合調整をはかる措置を講ずること。
- 二 過剰株式を吸収保有する措置を講ずること。
- 三 株式金融を円滑化するため日本銀行の株式担保金融を実施すること。
- 四 投資大衆の保護措置を強化するとともに零細資金の安全投資をはかる機関として投資信託制度の復活を考慮すること。
- 五 信用供与制度の実施等株式市場機構の合理化をはかること。
- 六 適当な株価工作等投資大衆を犠牲とする行為を厳重に取り締ること。

右決議する。

「決議案」は、水田三喜男大蔵政務次官から全面的に賛成の旨、左のような政府見解の開陳があったのち、採択された。⁽³⁷⁾

ただいまの御決議に関しては、まったく同感でございます。

御要望の第一の事項につきましては、本年一月からすでに措置を講じておりまして、各企業間の増資に関し調整を加えておりますが、今後一層御趣旨達成の線に沿って資本発行の調節及び指導に努力いたします。

第二の過剰株式の吸収策につきましては、さらに各方面の協力を求めて実現方に努力いたします。

第三の事項であります日本銀行の株式担保金融の問題につきましては、過般の日本証券金融株式会社に対する資金の融通に関連しまして、部分的、実質的にはすでに解決を見ているのでありますが、国債償還の進行に伴わせまして、全面的にこの制度が実現するような措置をはかるつもりであります。

第四の投資信託制度の復活の問題でございますが、これはきわめて緊要妥当なことと思われまますので、これも近き将来必ず実行を期すつもりであります。

第五の信用供与に伴うレギュラー・ウェイの導入につきましては、これも現在努力中でございます。単に現物取引だけでなく、健全なスベキュレーション、健全な投機取引を認めることが適正価格を形成するゆえんでございまして、これを認めることによって株式市場の本来の姿を再現させるということが、株式対策としましては何といっても根本的な対策の一つと思われまますので、そういう、かなり根本的ないろいろの対策につきましては急速に準備を完了するつもりでありますから、国会の御協力もなお一層お願いしてやまない次第でございます。

ドラスチックなデフレ政策と大量な株式処分とによって表面化した証券市場の脆弱さは、いまや抜本的な政策の導

入を不可避とする状況となった。みぎにあげた政府見解でふれられている証券金融会社の設立、投資信託制度の復活、レギュラー・ウェイの導入のほか、証券業界の整備を中心とした「証券取引法」の改正、「シャープ勧告」で提案された証券関係税制の修正など、恒久的な証券対策がその後つぎつぎと実現したが、これらについては改めて第四章でふれることにしよう。

- (1) 『昭和財政史——終戦から講和まで——』第二卷「金融(1)」、四一四—三六六ページ。
- (2) 「株価操作について(昭和二四年九月九日証券第一六七二号)」(証券取引委員会『証券取引法関係通牒集』、二二九—二二九ページ)。
- (3) 大臣官房地方課編「大蔵省新聞発表集録」第二二四号。
- (4) 「株価工作について(昭和二四年一月二九日証券第二四四八号)」(『証券取引法関係通牒集』、二三四—二三四ページ)。
- (5) 「資料(証券発行課、二五、四、一四)」(大蔵省資料Z五二—二九一)、「証券取引委員会報告書」昭和二五年度、九二—九五ページ。
- (6) 大臣官房地方課編「大蔵省発表集録」第二七四号。
- (7) 「証券取引委員会報告書」昭和二四年度、九五—九六ページ。
- (8) 『証券取引法関係通牒集』、一四二—四三三ページ。
- (9) 「証券取引委員会報告書」昭和二五年度、九七—一〇二ページ。
- (10) 「仮上場制度の取扱廃止について(昭和二五年一月四日証券第二四五九号)」(『証券取引所関係通牒集』二四九—二四九ページ)。
- (11) 「有価証券の届出の効力発生前における売買について(昭和二五年一月八日証券第二四六五号)」(同前、一八四—一八四ページ)。
- (12) 同前、一八五—一八八ページ。
- (13) 「株式市場の現況及び当面の不況対策について(証券委、二四、一一、二四)」(大蔵省資料Z五二—二八一—二八一)。
- (14) 「証券対策について(銀、昭二四、一二、二〇)」(同前) および『昭和財政史——終戦から講和まで——』第二卷「金融(1)」、四二八—二九二ページ。

- (15) 「証券金融の再検討（証券民主化議員連盟、昭和二十四年六月）」（大蔵省資料乙五二六一二八―一）。
- (16) 「資料（証券委発行課、二五、四、一四）」（大蔵省資料乙五一―二九二）。
- (17) 証券取引委員会「第一〇国会想定質疑（昭和二十六年一月）」（大蔵省資料乙五一―二九〇）。
- (18) 「証券取引法関係通牒集」、二三九ページ、『東京証券取引所一〇年史』、一九二―九二二ページ。
- (19) 大蔵省所蔵日本銀行資料。
- (20) 「証券対策について（銀、昭二四、一二、二〇）」（大蔵省資料乙五二六一二八―二）。
- (21) 自民党政務調査会の「証券政策確立要綱（二四、一一、三〇）」には、「発行の調整については取引委員会に、引受の調整については業者団体に行はしめ、両者緊密なる連絡を保つやうにする」の一項がある（同前）。
- (22) 『東京証券取引所一〇年史』、一九二―九三三ページ。
- (23) 「金融制度調査会特別委員会報告（一）——第六特別委員会（証券）——」昭和二十二年七月、五一―一三三ページ（大蔵省資料乙六〇六一―三）。
- (24) 『日本経済新聞』昭和二十五年一月二八日。
- (25) 大蔵省資料乙五二六一二八―一。
- (26) 『東京証券取引所一〇年史』、一九四ページ。
- (27) 大蔵省資料乙五二六一二八―一。
- (28) 『東京証券取引所一〇年史』、一九四ページ。
- (29) 『日本経済新聞』昭和二十五年五月一七日。
- (30) 大蔵省資料乙五二六一二八―一。なお、『東京証券取引所一〇年史』、一八八―八九ページに抄録されている。
- (31) 大蔵省資料乙五二六一二八―一。
- (32) 『東京証券業協会十年史』、三〇二―〇三三ページ。
- (33) 同前、三〇四―〇七三ページ。
- (34) 『東京証券取引所一〇年史』、一九三―一九四ページ。
- (35) 同前、一九七ページ。

(36) 「第七回国会衆議院会議録第三一号」、六七六ページ。

(37) 同前、六七七ページ。

表3-6 株式分布状況 (昭和24年度・26年度比較)

(単位：人，千株)

区 分	昭 和 24 年 度		昭 和 26 年 度		
	株 主 数	株 数	株 主 数	株 数	
株 主 構 成 別	政府及び公共団体	6,780 (0.2)	56,065 (2.8)	4,362 (0.1)	62,569 (1.8)
	金融機関	14,036 (0.3)	198,263 (9.9)	17,169 (0.3)	647,033 (18.2)
	うち投資信託	— (—)	— (—)	— (—)	* 185,000 (5.2)
	証券業者	48,891 (1.1)	251,141 (12.6)	73,562 (1.4)	327,260 (9.2)
	その他法人	28,313 (0.7)	111,807 (5.6)	53,855 (1.0)	489,472 (13.8)
	個人その他	4,190,523 (97.7)	1,382,474 (69.1)	5,214,703 (97.2)	2,021,043 (57.0)
所 有 規 模 別	100株未満	1,428,923 (33.3)	52,226 (2.6)	1,342,939 (25.0)	36,233 (1.0)
	100~499株	2,162,157 (50.4)	424,685 (21.2)	2,870,921 (53.5)	596,966 (16.8)
	500~999株	368,723 (8.6)	232,481 (11.6)	617,140 (11.5)	371,764 (10.5)
	1,000~4,999株	294,563 (6.9)	484,255 (24.2)	472,630 (8.8)	748,079 (21.1)
	5,000~9,999株	17,197 (0.4)	109,787 (5.5)	26,157 (0.5)	168,603 (4.8)
	10,000株以上	16,980 (0.4)	696,315 (34.8)	33,864 (0.6)	1,625,732 (45.8)
合 計	4,288,543 (100.0)	1,999,749 (100.0)	5,363,651 (100.0)	3,547,378 (100.0)	

- (注) 1. 昭和24年度は677社、26年度は714社の上場会社について、各会社の年度中の最終決算期現在の時点で調査したもの。
 2. 「株主数」は、各対象会社の決算期現在の株主名簿上の株主数を累積集計した計数で、同一人が数社の株主を兼ねているもの、他人または仮設人名義のものおよび支店名義のものが重複計算されている。
 3. 「株主構成」の「個人その他」欄は、個人および法人格を有しない団体で「株主構成」の他の項目のいずれにも該当しないもの。
 4. 調査方法は、各財務局調法人名簿(毎年度末現在)により、対象会社に調査表を郵送し、記入報告せしめた計数を集計した。ただし、*印は、昭和26年7月から昭和27年3月までに発行された投資信託の総額(理財局証券課調)であって、調査表を集計したものではない。
 5. 括弧内は百分比。

出所：大蔵省編『財政金融統計月報』第52号，104，108—11ページ。

第三節 株式分布の変化

昭和二四年後半以降の株式不況は、ドッジ・ラインによるデフレーションを直接のきっかけにしていたにせよ、証券民主化政策—株式の大量放出の反動という側面をも否定するわけにはいかなかった。すでに明らかにしたように、戦後二四年度までに証券民主化運動の結果、大量の一般大衆が株式投資に動員された。そのうえ、株式の処分もほぼ完了し、所期の目的は一応達せられたのである(第二章第四節)。

しかし、上述のような株式市場の不振な状況の中で、株式分布に大きな変化が生じた。結論的にいって、株式が大衆投資者の手を離れて金融機関、法人企業等の大規模な投資家の手に再集中したのである。表3-6は、株式分布状況の昭和二四年度と二六年度の比較である。株式不況の二四—二五年を経た二六年度には、個人その他の持株比率は五七%と二四年度の六九%にくらべて一二%もの後退がみられたのに対して、金融機関は同期間中に一〇%弱から一八%強と大幅に増大した。法人企業も同じく五・六%から一三・八%へといちじるしい増加をみせているのである。なお、金融機関の持株の中には、二六年度から発足した投資信託(信託会社所有)の持株五%強が含まれており、この分を個人その他に加えてもなお、この傾向をみることができるといえる。次に、所有規模別分布状況をみれば、これら株式の再集中が、大規模投資者への集中を意味し、一〇〇〇株未満という零細投資者層の後退をいめしていることがわかる。一〇〇〇株未満の所有者の持株数の比率は、二四年度が約三五%と全体の三分の一強をしめていたにもかかわらず

表3-7 株式払込金・発行計画・手取資金内訳 (単位：百万円)

年次	株式払込金			計画資本		手取資金使途別				
	一般	企業再 建整備 法関係	再 備 法	新設	増資	設備 資金	運 転 資金	返 済 資金	返 済 資金	
昭和24	82,173 (100)	67,436 (82.1)	14,737 (17.9)	81,743 (100)	10,256 (12.5)	71,486 (87.5)	80,794 (100)	21,757 (26.9)	21,709 (26.9)	37,327 (46.2)
25	40,341 (100)	37,418 (92.8)	2,923 (7.2)	50,236 (100)	16,532 (32.9)	33,704 (67.1)	48,831 (100)	17,750 (36.3)	19,332 (39.6)	11,747 (24.1)
26	73,884 (100)	73,486 (99.5)	397 (0.5)	80,253 (100)	12,321 (15.3)	67,932 (84.7)	77,800 (100)	34,310 (44.1)	24,149 (31.0)	19,340 (24.9)
27	127,279 (100)	127,279 (100)	— (—)	133,869 (100)	15,880 (11.9)	117,989 (88.1)	130,646 (100)	59,688 (45.7)	37,773 (28.9)	33,184 (25.4)

- (注) 1. 大蔵省に提出された有価証券届出書および有価証券通知書を受理した月ごとの集計。
 2. 募集による場合はその金額が100万円未満のもの、募集によらない場合はその金額が500万円未満(ただし、25年3月29日以降は1,000万円未満)のものは含まれない。
 3. 株式払込金・手取資金は額面超過金を含み、手取資金は発行費用が控除されている。
 4. 括弧内は百分比。

出所：『昭和財政史——終戦から講和まで——』第19巻「統計」, 601-04ページ。

ず、二六年度には、二八%に減少してしまったこと、逆に一万株以上の所有者層の持株比率は三五%から四六%へと大幅に増加していることがわかる。株主構成の変化とあわせて考えれば、零細大衆投資者層の大幅な後退と金融機関、法人企業等の大規模な投資者層の拡大、株式集中が起きたことを物語っていると結論づけられる。

みぎの事実をもう少し別の角度から考えておこう。表3-7は二四―二七年における株式払込金の推移とその資金計画、使途別内訳をみたものである。株式の払込は、二四年にデフレの影響で企業が増資をさかんに行なった結果八二億円と大規模に行なわれた。その後二五、二六年と増資の調整が行なわれ、株式払込は抑制されたが、それでも二年間に一〇〇億円を上回る増資が行なわれている。これら増資等による手取資金は、二四年に四六%が返済資金に利用され、その後も全体のほぼ二五%前後が返済資金にあてられている。

る。設備資金に充当されたものは二四年が二七%、二五年が三六%と必ずしも多くない。要するにこの期間における増資は、設備資金調達という生産拡大につながる前向き目的のものに行なわれたのではなく、企業再建整備過程における債務の返済という後向き目的のものであったということである。しかも、企業再建整備を行なった企業の中には減資を強行してから増資を行なうものが少なくなかった。こうして、株式市場に動員された投資者の中には、放出株への払込み↓減資↓増資払込みを余儀なくされるというケースもあったわけである。

さきの表3-6とみぎの表3-7にしめされた諸事実を合わせて考えてみれば、証券民主化政策について、単純に、株式投資の大衆化、証券投資知識の普及といった面から、経済民主化政策の一環としての積極的側面のみに限った評価を行なうべきではないであろう。財閥解体の後始末として大量の株式処分が行なわれねばならなかったが、結局、大衆投資者の動員、株式払込み↓増資払込みという形で零細な投資資金が集中され、企業の債務償還に利用されつつ、最後は株価暴落過程で、大衆投資者は安値で株式を手放し、市場から姿を消すというケースが少なくなかったからである。証券民主化が真の「民主化」であるためには、投資者保護の政策が、いわば民主化政策と表裏の関係として確立されていなければならないこと、さらに、たんなる投資権利、投資機会の平等化をもってしては、必ずしも真の民主化とはいえないがたいこと、つまり、投資者層の間に経済力、資金力の差があるために、「民主化」はあくまでも形式的平等を意味するにすぎず、不況期にはそれがかえって極端な不平等をもたらす結果にもなりかねないことが明らかになったのである。こうして、この時期の経験から、それ以後の証券政策が、たんなる「民主化政策」一本やりであってはならないこと、真の民主化政策を施行するためには、投資者保護政策の徹底が必要であることが、強く認識されたのであった。この点については、第四章で改めてのべることにしよう。

表3-8 東京公社債店頭売買高

(単位：百万円)

年次	売買額面 (A)	売買高 (B)	(B)/(A)%
昭和 22*	877	750	85.5
23	4,298	3,486	81.1
24	25,096	23,209	92.5
25	106,211	103,439	97.4

(注) *22年は9月から12月の4カ月分。
出所：『東京証券協会十年史』197ページ。

第四節 公社債市場の拡大

一 公社債市場の状況

公社債は一般に株式のように高い流動性を備えて取引所で売買されるという性格に乏しく、しかもわが国においては、その売買はいわゆる場外取引として、証券会社の店頭で行なわれていたのである。取引所では、主として国債の一部が売買され、一種の公定相場が建てられ、場外取引にその価格が利用されるにすぎなかった。

みぎのような一般的事情に加えて、戦後は公社債の流通を阻害する他の特殊事情が存在していた。いわゆる低金利政策による各種金利の統制が、債券の自由な流通を妨げたからである。⁽¹⁾ 公社債の発行自体がきびしい資金割当政策のもとに事実上統制されていたうえに、債券発行条件も人為的に固定されていた。とくに金利は実勢金利よりもはるかに低い水準に抑えられていたから、金融機関にとって採算のとれる投資対象にはなりえなかったのである。したがって、ひとたび債券を引き受けてそれを売却する場合には、利回りを引き上げて、つまり価格を下げて売却する以外になく、当然そこにキャピタル・ロスが生ずる結果になったのである。このような事情は債券の流通・売買を阻害する決定的条件となったのであって、そのことがさらに債券の発行をも阻害することになったのであった。つまり、債券の引受けは、事実上、長期の貸付けとならざるをえなかったのであって、キャピタル・ロスを覚悟しなければ流動化

の途がなかったわけである。公社債を流動市場で売却するという途が閉ざされている以上、これに対して日銀が何らかの手段を講じる以外になかった。日銀が債券担保の融資をするとか、直接買いとる(買いオペ)とかがそれであった。こうして公社債市場の展開は、結局のところ日銀信用いかに依存することになった。

みぎのような事情から、戦後公社債市場は自由な市場機構のうえに展開したのではなく、人為的な政策のもとに、きわめて限られた範囲内であらうじて存在するというのが実情であった。したがって、二四年五月以降、証券取引所が再開されて証券流動市場が機構的に一応整備されたとはいっても、それはもっぱら株式市場についてであって、債券市場についてはほとんど無関係とよかったのである。

終戦後の公社債売買は、株式の集団売買に付随して、主として戦争中に発行された勸業債券、貯蓄債券等の小額債券類の交換売買に始まり、場外市場を形成した。ついで集団売買市場における売買仲値気配を公表して、公正値段による売買の円滑化がはかられるようになった。また、二一年三月から株式と同様封鎖預金による売買が行なわれ、一時は封鎖売買と新円売買の間には二割から二割五分の値開きを生じたといわれる。⁽²⁾ なお証券取引所再開後も、公社債の取引はもっぱら場外の店頭で行なわれた。

表3-8は、東京における公社債の店頭売買高である。終戦後の公社債市場は、通貨不安の影響をうけて不振に推移し、債券投資に対する需要は限られていた。売買された債券も額面以下で取引され、売買代金は額面金額に対し、二三年平均で八五%、二三年平均で八一%と二〇%も下回った。また、東京における二三年中の株式

表3-9 全国公社債発行高 (単位：百万円)

年次	内国債		地方債		金融債				事業債		合計		
	金額	口数	金額	口数	金額	口数	金額	口数	金額	口数	金額	口数	
昭21	21,254	12	21,254	15	148	30	1,821	0	—	28	726	85	23,948
22	55,203	16	31,353	109	745	62	42,776	23	40,900	13	340	200	99,064
23	37,875	12	23,460	67	929	66	88,262	43	87,100	16	515	161	127,581
24	90,692	6	15,450	103	3,166	58	56,957	18	40,000	149	16,555	316	167,370
25	28,425	2	3,550	4	263	80	45,483	0	—	274	45,762	360	119,933
26	16,604	4	11,000	1	12	107	70,850	0	—	368	39,108	480	126,573
27	60,500	4	5,591	24	3,638	110	81,142	0	—	392	45,570	532	191,578

出所：日本興業銀行調査部『全国公債社債明細表』第51回，550～51ページ，同第52回552～53ページ。

表3-10 内国債発行高起債方法別内訳 (単位：百万円)

年度	区分	総額	引受発行額						交付発行額
			預金部	見返金	日銀	市中金融機関	その他		
昭和21	新規	27,804	25,844	4,665	—	21,179	—	—	1,960
	規換	4,551	4,551	—	—	^{a)} 4,551	—	—	—
22	新規	32,522	10,595	538	—	2,125	7,910	22	21,927
	規換	5,438	5,438	—	—	^{b)} 5,408	—	30	—
23	新規	70,533	26,135	774	—	—	21,103	4,259	44,398
	規換	4,060	4,060 ^{b)}	9	—	—	^{b)} 4,051	^{b)} 0	—
24	新規	76,977	11,991	—	12,000	—	—	△ 8,607	64,986
	規換	—	—	—	—	—	—	—	—
	計	76,977	11,991	—	12,000	—	—	△ 8,607	64,986

(注) 1. 大蔵省理財局調べ。外国債，短期証券，借入金を除く。
2. ただし，^{a)}は食糧証券の借換え，^{b)}は日本銀行借入金の借換えである。

出所：『昭和財政史——終戦から講和まで——』第19巻「統計」，314ページ。

店頭売買高は七二五億円(三五四ページ、表2-12)であるから、公社債売買高はその5%にも満たなかった。二四年、二五年と公社債売買高は増大した。

次に公社債の起債状況をみると(表3-19)、昭和二三年(暦年)までは、国債および復興金融債券がその大半を占めていた。すなわち、国債および金融債をあわせると全体の起債高に対して、二一年で八九%、二二年で九七%、二三年で九八%であり、復金債以外の金融債、事業債および地方債の発行はきわめて少なかった。しかも、これらの公社債は、ほとんど直接金融機関に割り当てられたのであって、公募分はわずかであった。金融債、事業債の発行が増大するのは二四年以降であり、二四年には逆にドッジ・ラインによって国債および復金債の発行が抑制されることになった。

ところで、ドッジ・ライン実施以前の公社債発行の主要部分を占めた国債および復金債の発行状況はどうであったろうか。まず、国債についてみよう。内国債発行高の起債方法別内訳は表3-10のとおりである。なおこの表は年度統計であって表3-19の国債発行額(暦年)とは一致しない。終戦後から二一年度末までの国債(交付公債を除く)は、全額が預金部および日本銀行の引受けによって発行された。³⁾二二年度以降は、「財政法」(昭和二二年三月三十一日法律第三四号、二二年四月一日施行)によって、国債発行に制限が加えられ、また、日本銀行の引受発行が原則として禁止されたので、預金部、見返資金等の引受けによるほか、市中消化に頼らざるを得なかった。第一回の公募国債の発行は二二年九月であったが、その前、大蔵省および日本銀行は市中消化促進の措置をとった。すなわち、普通銀行の手持国債の日銀買上げ、国債利回りの引上げなどであり、さらに金融機関は二・四半期資金純増実績の5%、証券業者は三〇〇〇万円をそれぞれ割り当て、資金繰りの不足資金は日本銀行のつなぎ融資でまかなう方針を立てた。その後は国

表3-11 公募国債引受実績
(昭和22年9月—24年3月)
(単位：百万円)

引 受 先	引受額	百分比
銀行	32,103	93.2
特殊銀行	2,639	7.7
十大銀行	18,814	54.6
その他の銀行	10,650	30.9
信託銀行	289	0.8
農林中央金庫	670	1.9
証券業者	73	0.2
その他*	1	0.0
預金部	1,320	3.8
合 計	34,460	100.0

(原注) *は無尽及び信組。
出所：大蔵省所蔵日本銀行資料。

二四年度からは市中引受けを要する国債の発行は停止され、見返資金(二四年度)ないし資金運用部(二六年度)引受けによるほか、国債の引受発行は実施されなかった。⁽⁵⁾

一方、復金債の発行は二二年二月から二四年三月まで合計一六八〇億円の巨額にのぼったが、当初発行にあたって、起債市場の情勢から全額を市中消化でまかなうことは困難であったため、公募は行わず金融機関の消化残は日本銀行引受けの方法で発行されることになった。⁽⁶⁾ また、市中金融機関引受分についても、日銀による国債の買いオペレーションによる資金供給や資金繰り上必要な場合の復金債買戻し等の措置がとられ、また、二二年一〇月以降は、国債と同様各金融機関の預金増加額の一〇%を引き受けさせる等の方法がとられた。⁽⁷⁾ 結局、全体の七〇%は日本銀行の引受発行となり、それが結果的には復金インフレを引き起こしたのであった。⁽⁸⁾

みぎのような情勢の中で、金融債および社債の発行は不振をきわめ、起債市場育成の見地から、二二年六月日本銀行に起債調整協議会が設置され、事業債の起債基準を二二年七月、二三年二月と改訂したが、電力債が発行されただけで全体としては低調に推移した。だが、二三年八月、戦後三度目の起債基準の改訂を決定してのち、電力債、地方鉄道債を中心に起債市場には好転のきざしが現われるようになった。⁽⁹⁾

二三年一二月、経済安定九原則が発表され、二四年に入ってドッジ・ラインが具体化され復金融資が停止されると、産業資金の調達には、増資によるほか社債の発行による調達の必要性も増大した。証券業界は、社債の普及、社債投資促進の目的をもって二四年五月、社債普及運動を全国的に展開し、二四年五月九日には、証券業協会連合会、経済団体連合会、金融団体協議会、日本産業協議会、日本商工会議所、証券民主化議員連盟の六団体が主催する社債促進全国大会が開催され、次の決議が政府その他関係各方面に提出された。⁽¹⁰⁾

決 議

経済の安定なくして経済の復興なく、経済の復興なくして日本の再建はないのである。今回設定せられた単一為替レートを維持し、均衡財政の下、経済安定を所期するためには、今年度生産計画を支障なく遂行するの要あり。これが為には各企業の自己資本充実を図ると共に、社債発行の増加により長期産業資金の調達を確保することが先決問題である。

この目的を達成するには先ず金利の安定を策し、企業の健全化を促す一方、日本銀行担保として社債を国債同様に優遇し、同じくコールの担保としてこれを認め、且つ農業協同組合等における社債投資上の制限を緩和せねばならない。労々社債流通の円滑を期し、税制、証券金融等に必要な改善を加え、社債投資を主とする国民貯蓄組合の結成を助成する等の新たな工夫をなし、一般国民大衆の社債投資意欲を一層振起せしめることが必要である。更に新に設けられる対日援助資金見返勘定並びに預金部資金を社債消化に活用する措置を講ぜられんことをあわせて要望する。

こうした情勢の中で、政府、日本銀行もまた、積極的な起債市場の育成にのり出すことになった。

二 起債市場の育成

債券市場の整備、拡大は産業資金の集中、蓄積という面からきわめて重要な意味をもっていた。前述の二四年五月の社債促進全国大会の「決議」は財界の一致した要望として、金利の安定を前提に、社債を日銀の担保として国債なみに優遇し、さらにコールの担保として認め、それによって社債に流動性を付与するよう訴えている。債券、とくに社債の場合には、金融的諸条件、すなわち金利の安定と金利体系の整備、流動性付与のための信用供与（日銀オペないし担保金融）、さらに発行条件の自由化等がより基本的な問題であった。しかし、きわめて乏しい投資資金蓄積と他方における旺盛な資金需要のもとで金利を自由に放置することは、いたずらに金利水準を高めることになり、資本蓄積をいぢるしく阻害する結果になるという政策的判断があったから、金利自由化あるいは起債自由化という要請は、少なくともこの時点においては非現実的なものとされざるをえなかった。結局は日銀信用を債券引受けあるいは流動化に向けさせるということ以外に方法がなかったというべきであろう。

こうした状況のもとで、公社債市場拡大の重大な契機が与えられた。前述のドッジ・ラインの実施によるデフレの進行であった。これに対するいわゆるデイス・インフレ政策が、公社債発行の拡大を導いたのであった。二四年三月ころから、大蔵省はデフレに対して金融面からデイス・インフレ政策をすすめて金融逼迫を緩和する方針を固めた。同年三月三十一日付で銀行局は「昭和二十四年度における通貨金融政策について（試案⁽¹¹⁾）」という文書を作成した。ここではデイス・インフレの確保の方針が打ち出され、そのために通貨調節を実施し、必要に応じて公開市場操作の再

開、リザーヴ・リクワイアメントの実施を行なうものとした。さらに産業金融関係の問題については、「企業の自己資金調達への奨励」という観点から、企業の長期設備資金調達は原則として増資、社債発行、社内留保金をもってまかなわしめる。そのため企業の増資に対しては金融機関の前貸しを促進し、かつ企業に対しては株式発行を容易にする諸措置を実施する。一方、株価が低水準で増資が出来ない緊要産業（石炭・鉄鋼・電力等）に対しては金融機関はその増加資金の一定割合を株式、社債またはその前貸金あるいは長期貸出金に向けるべきこと、さらにこれを促進するため、日銀はみぎの社債に担保としての優遇措置を講ずる等々としている。この「試案」には、このほか運転資金供給、特殊資金供給、復金の処置、金利、貯蓄増強、金融機関経営の正常化等々、広範な問題についてふれているが、全体としてまた試案段階ということもあって、やや総花的かつ羅列的で十分な検討と整理を経たものとはいえないが、社債金融の拡充をうち出している点は注目される。

みぎのような政府のデフレ緩和とデイス・インフレ政策の一環としての起債促進の意向をうけて、日本銀行による起債市場育成に関する金融措置が二四年六月から実施に移された。その一つは社債担保貸出の優遇措置であり、第二は復金債のオペレーションである。

社債担保貸出優遇措置とは、一定の条件を具備していると日本銀行が認めた優良社債に対して国債担保貸付なみに金利を引き下げ（日歩一銭六厘以上を日歩一銭五厘以上へ）、担保価格を引き上げる措置（時価の八五%以内を九五%以内へ）であり、その具体的内容は、次に掲げる二四年六月一日付の日本銀行総裁から大蔵大臣にあてた届出にみる⁽¹²⁾ことができる。

長期産業資金の順便なる供給を確保する為起債市場の育成が強く要請せられる実情に鑑み、割引興業債券及び優良社債の消化促進に資する為今般標題の件につき左記の通り取扱うことと致しましたのでお届け致します。

記

一、割引興業債券並びに優良社債を担保とする貸付の利子歩合を国債を担保とする貸付に準じ一銭五厘以上とすること。(現行一銭六厘以上)

右は本行基準割引歩合及び貸付利子歩合の建て方の変更によらず差当り復金債と同様国債、スタンプ手形及び貿易手形等に含める扱とすること。

二、優良社債の担保価格は時価の九割五分以内(現行八割五分以内)として取扱うこととし、その時価は証券取引所相場場によること。但し社債が取引所相場場される迄は差当り気配相場を勘案して別に時価を定めること。

割引興業債券の担保価格は従来通り額面の九割以内とする。

三、右により取扱う優良社債は原則として左の基準によりこれを選定するものとし、其の都度本行に於て指定することとする。

(一) 産業資金貸出優先順位表に於ける設備資金の順位が甲に該当する業種に属する会社の発行に係る社債であること。

(二) 物上担保又はデネラルモーゲージ附社債であること。

(三) 減債能力確実と認められる会社の発行に係り且つ市場性あるものと認められる社債であること。

次に起債市場育成のための復金債オペレーションは、二四年六月から八月までの三カ月間にわたって実施され、総額六億二〇〇万円の復金債が日本銀行に買い上げられ、その代り金をもって、金融機関に優良事業債ならびに興業債券を購入させる措置がとられた。それは、社債引受けの資金源とみられていた復金債の償還も、償還期日の点などからにわかに期待しえなかつたためにとられた措置であつた。⁽¹³⁾

しかし、このような応急対策をとつたものの、ドッジ・ライン下のデフレ傾向は当初の予想を超え、二四年六、七月頃には金詰りが表面化してきた。この中で、大蔵省はその対策を練り、七月一二日「金詰り緩和方策」と題する総合施策を作成し、司令部の了解をもとりつけた。⁽¹⁴⁾ その中では、起債市場育成に関連して、次の対策があげられている。

一、一般金融対策

(一) 日銀のオペレーションの積極化

日銀においては過般来起債市場の育成強化に資すると共に重要産業設備資金の疎通を図るため、金融機関の社債投資額と見合せて所謂「ヒモ付」で復金債の買入れを行うこととしたのであるが、今後更にこれを拡張して、一層積極的にオペレーションを行うこととしたい。

(中略——引用者)

四、企業の資金の自己調達に関する対策

(1) 再建整備の速かなる完了を促進し、企業の増資及び起債を円滑ならしめたい。

(2) 社債による資金調達

(イ) 財政償還金の効率的運用により社債消化の円滑化を図りたい。

(ロ) 社債発行基準条件を励行せしめ、なるべく最低条件によらしめたい。

(ハ) 制限会社関係の社債取得制限を緩和したい。

みぎの方針のもとに、その後積極的な国債買オペレーションならびに国債償還資金の代り金による金融債、事業債の消化策が展開された。表3-12は二五年一〇月に大蔵省理財局がまとめた事業債・金融債の消化と国債・復金債の償還・オペレーションの関係を示した表である。二三年度第四・四半期の復金債オペレーションは、主として国債・

表3-12 事業債・金融債の消化と国債・復金債の償還・オペレーションの関係

(単位：百万円)

区分	消化状況				償還・オペレーション						C/A %	C/A+B %	
	金融機関 受分	事業機関 受分	小計 A	株式金融 受分 増資 B	計 A+B	国債 オペ ション	国債 償還	復金債 オペ ション	復金債 償還	優先株 増資 込			計 C
昭和23年度4/4	712	509	1,221	—	1,221	—	994	21,122	522	—	22,638	1,854.1	1,854.1
24年度1/4	2,217	1,152	3,369	1,465	4,834	1,804	164	4,354	2,490	—	8,812	261.6	182.3
2/4	5,692	5,676	11,368	2,048	13,416	9,579	159	2,701	7,908	—	20,347	179.0	151.7
3/4	4,333	8,795	13,128	5,487	18,615	20,698	137	△11,292	11,331	—	20,874	159.0	112.1
4/4	4,040	12,194	16,234	2,909	19,143	13,667	994	—	17,004	—	31,665	195.1	165.4
24年度計	16,282	27,817	44,099	11,909	56,008	45,748	1,454△	4,237	38,733	—	81,698	185.3	145.9
25年度4月	1,750	4,296	6,046	883	6,929	5,234	—	—	—	1,000	6,234	103.1	90.0
5月	1,617	3,296	4,913	1,211	6,124	851	100	—	—	1,500	2,451	49.9	40.0
6月	5,394	1,556	6,950	989	7,939	163	8,257	—	—	2,700	11,120	160.0	140.1
1/4	8,761	9,148	17,909	3,083	20,992	6,248	8,357	—	—	5,200	19,805	110.6	94.3
7月	5,876	4,182	10,058	296	10,354	7,006	—	—	—	—	7,006	69.7	67.7
8月	5,244	3,281	8,525	299	8,824	4,404	—	—	—	—	4,404	51.7	49.9
9月	2,987	4,558	7,545	648	8,193	3,570	—	—	—	—	3,570	47.3	43.6
2/4	14,107	12,021	26,128	1,243	27,371	14,980	—	—	—	—	14,980	57.3	54.9

(注) 優先株増資込は戻資金による。
出所：理財局経済課「産業資本と資本市場の現状」昭25.10.18別表7(大蔵省資料Z511—291)。

復金債の消化資金にあてられ、金融債・事業債の金融機関引受けは一二億円と少なかったが、二四年度第二・四半期以降積極的な国債オペレーションの開始によって金融債・事業債の消化が急増している。

三 起債統制と社債の消化

以上のように起債市場を日銀信用によって人為的に育成する政策がとられざるをえなかったということは、逆に起債市場が政策的にきびしい統制のもとにおかれていたことを意味していた。

二四年六月に実施された日銀の社債担保金融優遇措置に伴って、日銀は個々の社債について、事前にそれが担保適格であるか否か審査した。いわゆる「日銀適格担保社債事前審査制度」がそれであったが、それは一定条件を備えた優良事業債に日銀信用による流動性を保証することによって、その事業債の発行を容易にしようとする制度にはかならなかった。

ところで日銀が規定する「優良社債」の選定基準は前掲二四年六月一日付の日本銀行届出(四三一ベース)にあるように、①産業資金貸出優先順位表で設備資金の順位が甲の業種⁽¹⁵⁾の社債、②物上担保またはジェネラル・モーゲージ付社債、③減債能力確実かつ市場性ある社債であった。この基準に基づいて優遇する社債については、「優遇社債」という名称のもとに二四年六月、第一回指定が行なわれたが、その際審査の対象となった社債発行会社の収益状況および審査結果は表3-13のとおりであり、その後、社債発行の都度日本銀行によって優遇社債の追加指定が行なわれた。この優遇社債は、既述のように国債なみに担保貸付の利子歩合を日歩一銭五厘以上、担保価格を時価の九五%以

表 3-13 第1回優遇社債指定状況 (単位：百万円)

指定	会社名	資本金	社債発行残高		鎖却前 利益	利益率 年(%)	
			月日	金額			
優 遇 社 債 指 定 会 社	東配電	800	4. 5	628	36.5	8.8	
	西配電	850	3.25	329	22.1	5.2	
	北海道配電	97	4. 1	89	3.9	8.0	
	中部配電	450	4.20	327	18.8	6.0	
	北配電	283	5.25	211	7.4	5.2	
	中配電	300	3.25	133	8.1	5.4	
			(183)				
	北陸配電	200	4.25	85	7.2	7.8	
	四国配電	120	6.10	100	6.3	10.4	
	九州配電	400	3.28	183	10.3	5.0	
	山陽電氣鉄道	220	4.20	81	3.5	3.0	
	京成電鉄	200	4.20	49	18.7	18.0	
	名古屋鉄道	600	5.25	150	9.7	3.0	
	西日本鉄道	450	6.15	134	18.8	8.2	
	東京急行電鉄	400	4.15	197	20.3	9.4	
	京浜急行電鉄	100	5.16	30	10.7	21.4	
		(19)					
	帝都高速度交通営団	60	3. 1	98	4.0	40.0	
未 指 定	京王帝都電鉄	50	5.10	30	2.9	10.8	
	相模鉄道	60	5.20	30	4.9	16.2	
	土佐電鉄	50	4. 5	25	△ 2.0	△ 8.0	
	高島屋	75	4.15	30	5.4	14.4	

(注) 「資本金」欄括弧内は払込済資本金の内書。
出所：大蔵省所蔵日本銀行資料。

上としたが、時価の算定は、第一回指定の際「差当り額面百円につき九拾貳円とすること、但し証券取引所上場の際は、その上場相場によること」と定められたが、公社債の取引所上場が実現しなかったため、その後も引続き額面一〇〇円につき九二円と計算された。なお優遇社債は、二五年三月から酒税、揮発油税の延納担保としても認められるよ

うになった。⁽¹⁷⁾

また、この社債優遇措置と同時に発足し、二四年六月から八月の間実施された復金債買入操作を行なう場合、対象として認める社債の審査基準は、社債担保貸出の「優遇社債」と全く同基準で、「優遇社債」と認定されたものは無条件に指定され、その他のものも同様の審査を経て復金債オペレーションの対象社債とされた。⁽¹⁸⁾したがって、この時期に社債を発行するには、日銀による優遇社債の認定が必要であり、認定されない場合の社債発行はきわめて困難であったといえる。こうして、事実上の産業別の重点的資金配分政策がとられたのである。

なお、「優遇社債」の名称は、二六年六月、「適格社債」と変更された。昭和二七年六月末現在の適格社債発行会社の一覧表を掲げておく(表3-14)。

みぎのように、社債発行の都度行なわれた日本銀行の適格社債の事前審査とならんで、この時期には、直接的な起債統制が行なわれた。それは、起債調整協議会(のちに起債打合せとなる)による起債割当てである。

起債調整協議会は、前述したようにすでに二二年六月に設置されており、その構成は大蔵省、日銀、復金、農林中金、興銀、勸銀、帝国銀行、三和銀行、地方銀行代表からなっていた。昭和一二年、戦時体制への移行のもとで制定された「臨時資金調整法」(昭和一二年法律第八六号)は二三年四月まで存続しており、事実上資金統制を行なう法的根拠があった。こうした事情のもとで、この起債調整協議会の発足には、各種債券について起債条件を統一的に決定し、それぞれの起債額と起債順位とを調整することによって、全体的な資金割当てを行なうということにそのねらいがあった。⁽¹⁹⁾

しかし、この協議会は、二四年の起債市場育成政策の登場とともに、起債懇談会と起債打合せという二つの組織に

表3-14 適格社債発行会社一覧(昭和27年6月30日現在)

尼崎製鋼所 旭化成工業 味の素 ブリヂストン イヤー(日本) イヤー) 別府化学工業 大東紡織 大和紡織 大日本セルロイド 大同紡績 大同毛織 大同石油 大同和鉱業 電気化学工業 第一工業 ダイハツ工業 (発動機製造) 郡是製絲 北海道電力 北海道炭鉱汽船 北陸電力 北陸鉄道 北陸製紙 放送債協(日本) 放送協(日本) 放神電線 放神電線 古河電業 古河電業 播磨造船所 豊和工業 不二越鋼材工業 富士製鉄 富士製鉄 富士製鉄 藤田製袋 富士写真 日立造船 日立製作所 日野ゼセル工業 平田紡績(平用) 石川島重工業 いすゞ自動車	揖斐川電氣工業 磐城セメント 関西電力 関西パイプ 関西汽船 九州電力 京成電鉄 京浜急行電鉄 京王帝都電鉄 京福電気鉄道 神戸電氣 神戸製鋼所 神戸工業 小倉製鋼 小西六写真工業 川南工業 川崎製鉄 川崎重工業 川崎化学工業 川崎紡績 久保田鉄工所 鐘淵紡績工業 鐘淵化学工業 片倉化学工業 神岡鋁業 倉敷レイヨン 倉敷紡績 興和紡績工業 協和醗酵工業 近畿自動車 近畿羊毛工業 兼松羊毛工業 北日本製紙 極洋捕鯨 明電舎 明治製菓 明治鋁業 三菱電機 三菱日本重工業 三菱造船(西日) 三菱造船(西日) 三井船舶 三井化学工業	池田交通工業 三井石油 三井新聞社 毎日軽金属 日本鋼管 日本電工 日本精工 日本油脂 日本カーボン 日本ゴム 日本化学工業 日本パルプ工業 日本化学工業 日本曹達 日本繊維工業 日本レイヨン 日本セメント 日本冷蔵 日本水産 日本鋁業 日本石油運 日本通船 日本経済新聞社 日本合成化学工業 日本理化学工業 日本製粉工業 日産化学工業 日東化学工業 日清紡績工業 日新化学工業 日魯漁業 日華製鋼 日華ゴム 新鴻交通 新鴻鉄工所 西日本屋敷 南海電氣 小田急電鉄 小野田セメント (小野田セメ	ント製造) 大限鉄工所(大) 限興業) 大阪瓦斯 大阪商船 大阪窯業セメン ト 近江絹織 四国電力 山陽電氣 山陽パルプ 相模鉄道 西武鉄道 西武瓦斯 新三菱重工業 (中日重工業) 新日本窒素肥料 住友金属工業 (新扶桑金属 工業) 住友電氣工業 住友機械工業 (四国機械工 業) 住友金属山 (別子製所) 島津製作所 神鋼電機工業 神鋼金属工業 神栄生糸工業 昭和石油 昭和電業 昭和産学工業 信越化学工業 敷島紡績 三機工業 三機工業 塩野義製瓦 品川白煉瓦 住江織物 酸水素油脂工業 東北電力 東北パルプ(東 北振興パル プ) 東邦瓦斯 東邦レーヨン	東京交通(帝 東芝浦電氣 東京瓦斯 東京電力 東亜合成化学工 業 東洋高圧工業 東洋レーヨン 東洋織維 東洋紡績 東洋工業 東洋製罐 東洋鋼板製造 中部電力 中外鋁業 中央織維 富山地方法 トヨタ自動車工 業 豊田自動織機製 作所 武田藥品工業 鉄興社 帝国人造絹絲 帝国麻板 徳山鉄工業 高砂鉄工業 宇部興産工業 浦賀船渠 安川電機製作所 横河電機製作所 湯浅蓄電池製 雪印乳業 山之内製鉄
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

(注) 1. 24年6月以降適格社債として認められたが、27年6月末までに償還
期限の到来したものは削除されている。
2. 括弧内は旧商号又は債券発行主体。
出所：大蔵省所蔵日本銀行資料。

発展的に解消された。前者は、起債に関する一般的発行条件等の基本問題を協議決定する機関で、大蔵省、日銀、興銀、経済企画庁、自治庁、都銀、地銀、信託銀行、証券業者、金融債発行機関等の代表によって構成されていた。後者は日銀、興銀、三井銀行、関係受託銀行、四大証券会社によって構成され、毎月発行されるべき銘柄、発行額、発行条件等が決定される。しかし、実際は、日銀が適格債と決定したものを形式的にこの打合会のテーブルにのせ、前記受託機関、引受機関にしろせるにすぎないという形式的な面が強かった。⁽²⁰⁾

要するに、最終的には日銀信用に裏打ちされてはじめて起債可能になるといのが実情であったから、日銀が適格担保社債として指定するか否かがいけば起債のなめとなつたのである。

表3-15は、起債調整協議会が毎月事前に起債予定を決定した調整額と社債(事業債)の起債額を比較した表である。調整額と起債額の差額は、縁故募集、直接募集等の枠外発行であるが、それは少額で起債統制が相当に徹底していたことがわかる。また、希望額すなわち、調整協議会に起債希望を申し込んだ額は、二五年九月以前は詳らかでないが、二五年一〇月から一二月までの三カ月間に二八三億円であった。そのうち四二%、約一二〇億円が調整決定され、起債できたに過ぎない。さらに、二六年には毎月の起債希望額の合計は一一一五億円であるが、調整決定額の合計は三八五億円で、希望額の三四・五%に削減され、実際の事業債発行額は三九一億円で過ぎなかった。すなわち、二五年後半から二六年にかけて、起債統制が強化され、社債発行に対してきびしい選別、起債割当てが実施されたことを示している。

このような起債統制の強化は、次の事情によるものであった。社債の発行は、二四年下半期から激増したが、それは二四年九月以降数次にわたる発行条件の改善、日銀による社債担保貸出の優遇措置に加えて「資産再評価法」(昭

表3-15 起債の調整と起債額 (単位：百万円)

年 月	調整額	起債額	年 月	希望額	調整額	起債額
24年 1月	140	140	25年 8月	…	3,340	3,340
2月	200	200	9月	…	4,685	4,722
3月	280	280	10月	7,155	5,025	5,025
4月	345	345	11月	11,800	4,990	4,990
5月	220	220	12月	9,360	1,960	1,960
6月	425	725	25年計	…	42,675	45,762
7月	1,420	1,420	(10—12月計)	(28,315)	(11,975)	(11,975)
8月	2,268	2,268	26年 1月	11,460	4,030	4,030
9月	2,060	2,060	2月	10,795	3,803	3,820
10月	3,408	3,408	3月	9,565	3,870	3,870
11月	3,735	3,735	4月	9,420	3,170	3,175
12月	1,754	1,754	5月	7,600	2,990	3,190
24年計	16,255	16,555	6月	7,100	2,480	2,480
25年 1月	5,710	5,710	7月	10,800	3,100	3,105
2月	3,205	3,205	8月	9,860	3,070	3,170
3月	3,300	3,300	9月	9,630	3,010	3,010
4月	4,300	4,300	10月	8,960	3,300	3,300
5月	3,330	3,380	11月	9,705	3,830	4,100
6月	1,570	1,570	12月	6,675	1,850	1,858
7月	4,260	4,260	26年計	111,570	38,503	39,108

- (注) 1. 「調整額」は起債調整協議会(のち、起債懇談会、起債打合会と名称を変更)による決定額で、公募分について調整した額。
 2. 「希望額」は起債調整協議会(同上)に起債希望を申し込んだ額。
 3. 起債額は社債(事業債のみ)発行額で、調整額との差額は縁故募集、直接募集等の枠外発行である。

出所：24年分は、理財局経済課「株式会社債発行額調(25.7.10)」(大蔵省資料Z511—291)に、25年分は、証券取引委員会「第10国会想定質疑(昭和26年1月)」(大蔵省資料Z511—290)に、26年分は、理財局「第13通常国会参考書(昭和27年1月)」(大蔵省資料Z413—3)による。なお起債額は日本興業銀行『第52回全国公債社債明細表』, 561ページにより補充。

和二五年四月二五法律第一一〇号)に基づく固定資産の再評価によって、社債発行限度が拡張され、社債発行によって資金調達を希望する会社が増加したためであった。しかしながら、社債の消化のほとんどが、復金債、国債の償還およびオペレーションに依存していたので、二五年秋以降、金融機関保有国債の減少につれて、しだいに国債オペレーションによる社債の消化が期待できなくなり、起債抑制を強化せざるを得なくなったのである。なお、国債償還は二五年七月以降、日本銀行の買上国債について日本銀行が償還をうける方法がとられるようになって、事業債引受けの代り金供給は国債オペレーション一本となった(表3-12参照)。二五年九月以降は事業債対象のオペレーションも抑制され、九月には事業債買入額の六〇%にまで圧縮され、一〇月には五〇%、十一月には五〇%と三〇%の二本立て、一二月には三〇%とされ、二六年九月まで続けられたが二六年一〇月から廃止された。⁽²²⁾

一方、金融債については、二五年三月三十一日、「銀行等の債券発行等に関する法律」(法律第四〇号)が公布施行され、銀行は資本金の二〇倍まで債券発行が可能となった。金融債はいわゆる「間接金融」として産業資金供給機構のいちじるしい迂回化をもたらすものと問題視される面を備えてはいたが、他方で、デフレの進行と長期産業資金の極端な不足という現実の中で、長期産業資金の重要な調達方法としての重要性が評価されていたことから、銀行の金融債発行余力を増強する措置がとられたのである。しかも、見返資金によって債券発行銀行は優先株増資を行ない、債券発行余力を増大した。⁽²³⁾しかし、その消化の大部分は二四年四月まで、復金債、国債の償還・オペレーションによる金融機関引受けに負うところが大きかったから、企業による増資および事業債起債の希望と競合した。また、二五年四月頃から金融機関の資金ポジションが悪化し、金融引締め政策がとられた関係上、二五年五月から金融債の一部を国債買入れオペレーションの対象からはずし、二六年一月からは金融債を対象とする国債オペレーションは打ち切ら

表3-16 金融債・事業債消化状況

(単位：百万円，括弧内%)

区分	年次	大銀行	地方銀行	信託銀行	保険会社	農中協 農組他	商工中 信用金庫 信用組合	相互 銀行 無尽 会社	個人	その他	資金 運用部	合計
金融債	24	(33.5) 5,009	(46.4) 6,947	(0.5) 70	(0.7) 110	(2.8) 416	(1.6) 238	(1.1) 165	(12.0) 1,797	(1.4) 216	—	(100) 14,967
	25	(35.2) 15,558	(37.0) 16,371	(0.5) 213	(0.3) 151	(3.0) 1,292	(1.8) 798	(1.4) 633	(16.2) 7,168	(4.5) 2,000	(100) 44,183	
	26	(18.6) 13,168	(12.9) 9,144	(0.2) 151	(0.2) 147	(2.2) 1,544	(1.5) 1,062	(1.7) 821	(19.5) 13,823	(43.5) 30,990	(100) 70,850	
	27	(17.8) 14,436	(11.6) 9,389	(0.2) 149	(0.2) 150	(2.9) 2,334	(1.7) 1,408	(1.8) 1,416	(24.0) 19,460	(39.9) 32,400	(100) 81,142	
事業債	21	(0.7) 5	(38.4) 279	(2.1) 15	(28.9) 210	(23.7) 172	(4.4) 32	(1.8) 13	—	—	(100) 726	
	22	(0.3) 1	(79.4) 270	(0.9) 3	(5.3) 18	(10.6) 36	(2.7) 9	(0.3) 1	(0.6) 2	—	(100) 340	
	23	(46.0) 237	(1.9) 10	(7.4) 38	(16.3) 84	(12.0) 62	(1.4) 7	(8.9) 46	(6.0) 31	—	(100) 515	
	24	(42.7) 7,074	(48.9) 8,088	(1.7) 286	(0.6) 94	(3.0) 502	(0.4) 72	(0.1) 17	(1.8) 300	(0.7) 118	(100) 16,550	
	25	(38.0) 17,424	(40.9) 18,732	(1.2) 546	(4.0) 1,848	(13.9) 6,347	(0.4) 176	(0.1) 42	(0.6) 279	(0.8) 368	(100) 45,762	
債	26	(39.7) 15,509	(36.0) 14,085	(1.7) 677	(4.1) 1,604	(14.3) 5,584	(1.3) 505	(0.9) 335	(0.5) 198	(1.1) 412	(0.5) 200	(100) 39,108
	27	(37.9) 17,266	(41.2) 18,768	(1.3) 585	(1.9) 869	(10.4) 4,724	(3.2) 1,434	(1.2) 548	(0.8) 361	(1.1) 515	(1.1) 500	(100) 45,570

(注) 1. 金融債の24年分には復金債400億円，復金引受農林債券19.9億円を，25年分には復金引受の農林債券13億円を含まない。

2. 事業債の24年分には消化先不明の非公債発行額500万円を含まない。

出所：日本興業銀行『第52回全国公債社債明細表』，590—91ページ。

こうして、債券の発行額は二四年以降急速に増加したといふものの、その消化は個人の貯蓄資金によって直接行なわれずに、一たん金融機関に集中された資金によって間接的に行なわれたにすぎない。しかも債券の償還期限が到来する以前に流動化される途は、日銀借入れの担保に利用する以外になかったから、實際上長期貸付けの変形として所有されざるをえなかったものであり、結局は債券市場が日銀信用を基軸とする間接金融機構に依存しつつ、

れた。

しかしながら、長期産業資金不足の当時において、金融債の消化は大きな問題であった。金融機関引受けのほか、公募による個人消化の促進などに力がいれられたほか、政府は預金部資金による引受けを二四年度から実現しようと努力した。しかし、預金部資金は昭和二一年の覚書（昭和二一年一月二十九日付ESSセクション・メモ「預金部、簡易生命保険、郵便年金資金運用計画に関する件」）によって、国および地方公共団体への運用のほかは厳しく制限され、資金の運用にはいちいち司令部の許可を必要とした。金融債への運用は二四年度には司令部の許可がえられず、やっと二五年一〇月の池田・ドッジ会談の中で一定の限度内で認められ、二五年度から金融債の預金部資金による引受けが開されたのである。⁽²⁴⁾

表3-16は、金融債・事業債の消化状況を示した表である。金融債については二四年分以降の表であるが、二四年分については復金債四〇〇億円および復興金融金庫引受けの農林債券約二〇億円を、二五年分には同じく復金引受け農林債券一三億円を含んでいない。なお、前述のように二一年から二三年までの金融債発行額は、復金債を除くと一〇億円台に止まった（借換債を含む、表3-19参照）。表にみるとおり、復金債を除く金融債は、日銀オペレーションの代り金による金融機関引受けが実施された二四年、二五年には、都市銀行および地方銀行の消化が八〇%、七〇%と高率を示しているが、二五年から個人その他の消化が増え、二六年分については資金運用部（二六年四月、預金部は資金運用部に改組された）引受けが四三・五%にも及んでいる。また事業債については、発行額が増大した二四年以降金融機関の消化がその大半を占め、個人消化はきわめて少なかった。また、二六年には資金需要の関係でとくに発行が抑制されたことがわかる。

かろうじて資金集中機能をはたしていたことを物語っているのである。

- (1) 戦後一貫してとられた低金利政策が、公社債市場を倭小化させ硬直化させてその発展を著しく阻害した点については、志村嘉一『現代日本公社債論』昭和五三年、第三―五章を参照されたい。
- (2) 『東京証券業協会十年史』、一九四―九五ページ。
- (3) 昭和二〇年八月から二一年二月までの国債発行高一六四億一四〇〇万円のうち、四三億円が預金部引受け、一一二億一四〇〇万円が日本銀行引受けである（日本銀行調べ、『日本興業銀行五十年史』、六六一―ページ）。
- (4) 大蔵省所蔵日本銀行資料。
- (5) 『昭和財政史——終戦から講和まで——』第一九卷「統計」、三一四―ページ。
- (6) 昭和二十二年二月十三日銀秘第一六八六号（日本銀行総裁あて大蔵省銀行局長通牒）
 今般復興金融庫の資金調達のため復興金融庫法第十八条の規定に基いて一般金融機関による応募の方法によって復興金融債券を発行する必要があるが、同金庫の融資状況から見るとその発行額は毎月十億乃至十五億円見当にのぼるものと思はれ、現存起債市場の情勢からみて全額をこの方法で消化することは困難と思料されるので応募未了額は、これを貴行において引き受けて戴きたく御依頼する。
 なお、右債券の一般金融機関への応募、又は売却斡旋についても特段の御尽力を願ひたく併せて御依頼する。
 （大蔵省所蔵日本銀行資料）
- (7) 大蔵省所蔵日本銀行資料。
- (8) 『昭和財政史——終戦から講和まで——』第二二卷「金融(1)」、六七九―八三ページ。
- (9) 同前。
- (10) 『東京証券業協会十年史』、三二五―ページ。
- (11) 大蔵省資料Z六〇六一。
- (12) 昭和二四年六月一日総第一五五号大蔵大臣あて日本銀行総裁届出（大蔵省所蔵日本銀行資料）。
- (13) 大蔵省所蔵日本銀行資料および『昭和財政史——終戦から講和まで——』第二二卷「金融(1)」、三九九―四〇一―ページ。

(14) 前掲書、四〇七―二一―ページ。

(15) 当時、産業資金貸出優先順位表における設備資金の順位が甲の業種は次のとおりであった（昭和二四年一月一〇日大告第七号）。

- 一、鉱業 金属（金・銅・鉛・亜鉛・鉄・硫化鉄・マンガ）ン）・石炭、亜炭・石油・石綿・硫黄・石こう・ひん・ド
 ロマイト
- 二、金属工業 鉄鋼・製錬（金銀・銅・鉛）・電線・鋳鉄管
- 三、機器製造 電気（発電所・炭鉱用電気機器・積算電力計・タンクステン及モリブデン線条）・通信（有線電信電話・ラジオ送信受信）・製鉄用鋳型定板及ロール・鉱山用機器・繊維機器・肥料及染料用装置・車輛（鉄道・軌道用）・船舶修繕・鉄道信号保安装置
- 四、化学工業 特定重要医薬品・硫酸・合成染料及中間物・火柴爆薬・コークス及タール製品・樟脳・自動車用タイヤチ
 ューブ・肥料（過燐酸石灰・燐安・硫安・石灰窒素）
- 五、繊維工業 器械生糸・人絹・合成繊維・紡績（羊毛・綿糸・スフ）・織物（綿・スフ・輸出向）・経メリヤス・撚糸
 （輸出向絹及人絹）・染色整理（綿・スフ）
- 六、その他 木材乾燥業・練粉乳及育児食製造・坑木、枕木、電柱、バルブ用材供給業・水産業・冷凍業・電気ガス
 供給業・運輸業（地方鉄道軌道・自動車・小運送・海運・港湾運送）・倉庫業・個人住宅建設

(16) 「優遇社債及び其の担保価格算定上の時価指定の件（昭和二四年六月九日総第一五六号日本銀行総務部長伺定）」（大蔵省所蔵日本銀行資料）。

(17) 昭和二五年三月一日問酒一―五七国税局長宛国税庁長官通牒（同前）。

(18) たとえば、二四年七月発行予定の小田急電鉄社債第一回い号はか一二社債は、六月一―三日に復金債買入れ操作の対象として認める優良社債として追加指定されているが、その理由として次の点があげられている（昭和二四年六月一―三日営業総八三号営業局長、総務部長伺定——大蔵省所蔵日本銀行資料）。

日本発送電、帝都高速度交通営団及び各配電会社は既発の社債に付、既に担保として優遇すべき社債に指定されており、その他のものは別紙(一)(略)の通り会社の収益状況も良好にして、いづれも曩に決裁を得ました優良社債選定の基準(既述の

担保貸付優遇社債選定基準と同じ——引用者)に該当するものと認められること。

(19) 起債調整協議会の機能については、現在のところ十分な資料がなく、具体的にどのような権限をもち、各種債券の条件決定に關しどの程度関与したかについては、必ずしも明らかにはされていない。『山一証券史』(三七三—七四ページ)によれば、国債、地方債、金融債、事業債等、全公社債の起債条件を金融情勢に順応して決定し、起債額と起債順序を調整することが同協議会設置のねらいであったとされている。そして国債発行条件は当時未決定であったため、さしあたり、二二年七月の事業債発行条件の決定に着手したとされている。その後、二二年一月の「臨時金利調整法」の施行によって銀行貸出金利が改訂されたのに対応して、二三年から事業債、地方債、金融債、国債、復金債等の条件改訂が逐次実施されたと記されている。これら新規条件の決定が、事実上同協議会の決定によるものか、公債隔離政策によって、たんなる形式的決定という形をとったのかは明らかでない。

(20) くわしくは竹内半寿『我国公社債制度の沿革』昭和三十一年、一四六—四八ページをみよ。

(21) 『昭和財政史——終戦から講和まで——』第二卷「金融(1)」、五一三—一四ページ。

(22) 大蔵省所蔵日本銀行資料および前掲書、五二八—三〇ページ。

(23) 「銀行等の債券発行等に関する法律」によって、一応すべての銀行が債券発行を認められたのであるが、実際にこの法律で、債券を発行したのは旧特銀三行、商工中金、農林中金の五金融機関であった。この五金融機関に対しては見返資金が優先株引受けに利用されたから、法律的には特別銀行制度を廃止したものの、実際は、長期設備資金供給機関を国家の手で存続させる結果となった。優先株による増資額と新資本金額は次のとおりである。興銀、旧資本金一〇億円、優先株増資一〇億円、新資本金二〇億円。勸銀一〇億円、一〇億円、二〇億円。北海道拓殖銀行、七億円、五億円、一二億円。農林中金二〇億円、八億円(うち四億円は自己増資)、二八億円。商工中金五億円、五億円(うち三・五億円は自己増資)、一〇億円。

(24) くわしくは『昭和財政史——終戦から講和まで——』「資金および基金」編の預金部資金の章を参照のこと。

第四章 証券政策の展開

第一節 証券政策の基本理念

これまでのところでは、証券市場の改革にはじまる戦後証券市場の動向を時系列的に眺めてきた。そこで以下ではこの戦後復興期における証券市場を政策的観点から総括しておくことにする。もちろん「証券政策」といっても、経済政策とか財政・金融政策とかのように、概念自体が理論的にもかかなり煮詰められており、現実にも一定の具体的目標のもとに、さまざまな政策手段の利用によって展開されているものとはちがって、まだ十分な理論的検討なり、現実的实践を経ている概念とはいえない。とくに戦後改革期であるこの時期に、政策当局は「証券政策」という固有の政策範疇なり政策領域なりを明確に意識していたわけではない。むしろ経済民主化という抽象的ではあるが基本的な政策目標にそいつつ、経済諸制度の改革をつうじて経済復興を促進する過程で、証券市場に関してもさまざまな改革と政策的規制なり誘導なりが実施されたにすぎない。もし、このような制度改革、政策的規制・誘導が広い意味で「証券政策」と呼びうるならば、以下にのべる諸論点は、証券政策という角度からみた、戦後証券市場発展史という

ことになる。したがって、その叙述は、当然のことながら、これまでの叙述と重複する部分が多くならざるをえないであろう。また、個々の制度改革、政策的実践等については次節以降で、いわば各論的に詳述することにした。

繰返しのべてきたように、戦後日本の経済政策は、①基本的には司令部の経済民主化政策、②昭和二三年を境とする対日占領政策の転換、すなわち経済自立化の達成⇨経済安定・復興と資本蓄積の促進という二点を主たる柱としていた。この基本的な政策枠組みのもとでの日本側の対応は、当然、証券市場をめぐる諸政策にも直接あらわれたのであつて、①いわゆる証券民主化に代表される大衆投資者の動員⇨株式の広範な分散、②企業再建整備と企業資本調達の促進⇨資本調達市場としての証券市場の育成という二つの基本政策にあらわれたといつてよい。

経済民主化政策は、まず二〇年一月に明らかにされた財閥解体という形で実施された。巨額の株式公開「財閥資本による株式保有から大衆保有へ」には大衆投資者層の開拓が不可欠の前提であつた。さらに広範囲に投資者を動員するには、壊滅状態のまま機能停止を命じられていた株式流通市場の再開が必要であつた。そのため、司令部も日本政府も「取引所取引」類似行為として本来なら厳しく取り締るべき集団取引を、取引員の自主規制にまかせるという形で黙認せざるをえなかつた。さらに「金融緊急措置令」によって凍結された封鎖預金で株式の買入れを認めたことも、結果的には株式の流通を促す結果になつた。

株式の分散にとって必要なことは、みぎのような流通市場の形成だけではなかつた。大衆投資者層を積極的に開拓していくことも重要であつた。証券民主化とは、経済民主化を真似た新造語であつたが、そのねらいとするところは、財閥株式を大衆投資者に売り出し、広く分散することであつた。株式投資に不慣れな一般大衆に投資知識を普及すること、各会社に従業員持株制度を普及させ従業員の株式購入資金を供給するため融資措置を講ずることなどが、

証券民主化政策の一環として推進された。

証券市場へ大衆投資者を動員するには、当然、かれらの保護が必要であつた。こうして投資者保護は、証券民主化と相互不可分なものとして、戦後証券政策の二本の柱となつたのである。投資者保護政策は基本的には昭和二二年の「証券取引法」、二三年の改正「証券取引法」の制定を基点としていた。証券取引委員会の設置をはじめ、同法に盛り込まれた証券発行、流通に関する諸制度は、一九三〇年代にアメリカで確立した投資者保護主義を建前とする諸制度のまさに日本版であつた。証券業者への監督強化はもとより、清算取引を廃止して実物取引に一本化したのも、株式流通市場から極力投機的要素を排除して、健全な投資にもとづく市場の育成と投資者保護をねらつたものにはかならない。

もちろん、政策が直接志向したものが、客観的にいかなる結果を生み出すかは、その時どきの状況によって大きく変わらざるをえない。戦争と戦時補償打切りによって壊滅的打撃をうけていた企業と銀行にとって、みぎの証券民主化政策はきわめて重要な効果を及ぼしたのである。財閥資本は持株を一応時価で処分できたから、租税公課を支払い、さらに銀行債務を返済して解散することができた。焦げつき債権を大量に抱えていた銀行は、その一部をこのような株式公開によって無事回収できた。「企業再建整備法」（昭和二年一月一八日法律第四〇号）は戦災と在外資産の喪失および戦時補償打切りによって企業が受けた打撃を整理するためのものであつたが、広範囲に動員された大衆投資者は減資という予想しなかつた被害にあい、それと並行的に実施された増資に対しては、払込みを余儀なくされる結果になつた。つまり、企業の再建は、株式の分散⇨大衆投資者の動員を基盤にすめられたことになる。しかも、再建過程で調達された増資払込金の一部は銀行債務の返済にあてられたから、銀行はここでも不良債権の回収が

できたことになる。株式は資本の蓄積、とりわけ貨幣資本の形成に直接関わりをもつものだから、株式公開がこのように企業の再建、銀行の再建に直接効果をもったことは当然であるが、証券民主化政策そのものを推進した政策当局が、直接みぎのような効果を意図していたか否かは明らかでない。

しかし、昭和二三年以降、経済自立化政策が前面に打ち出されるにいたって、証券政策が新たな段階に入ったことは明らかである。財閥解体と株式公開がほぼ一段落し、企業再建整備も軌道に乗ったところで、株式市場に企業の資本調達に自己資本充実という本来的機能が要請されるようになったからであり、証券政策の基本目標もまたこのような資本蓄積の促進に照準が定められることになった。

二四年のドッジ・ラインとそれに続くシャウプ税制改革の実施がその転換を用意した。周知のように、前者は経済安定を前提にインフレを終息させ、日本経済を国際社会に復帰させることを目的としていた。企業はそこでは株式資本と社内留保等、自己資本の充実が望ましいとされ、資本蓄積の金融構造も、アメリカ同様にいわゆる直接金融中心のものに転換さるべく、投資資金を株式市場へ誘導する方針がうち出された。シャウプ税制改革は、これをうけて預金利子所得に対する課税上の特権廃止と株式配当所得に対する優遇措置を決定したのである。

司令部のこのような経済安定・自立化政策への転換は、証券市場については証券取引所の再開許可という形でしめされた。財閥解体に伴う公開株式をいわば受け皿として吸収するという消極的市場から、資本蓄積のための企業資本調達市場という積極的市場への転換には、一方でみぎのような税制面からの投資促進策とならんで、他方では証券流通市場の整備が必要だったのである。清算取引の禁止と実物取引一本化は投資者保護という目的と同時に、株式市場が資本調達を目的とするかぎり、必然的なものとして実施された。

信用取引制度の導入も、このような政策展開の流れの中に位置づけられる。株式流通金融を目的とするこの制度は、のちに改めて詳述するが、株式の売買に信用で裏づけられた仮需要を導入して、株式に一層の流動性を付与せんとするものであり、それによって株式市場への投資資金の流入パイプを太くすることを目的としていた。

証券市場を資本蓄積の促進に役立たせようという一連の政策も、その効果、影響という面になると評価はむずかしい。政策の効果なり影響なりを他の経済的諸要因ときりはなして、独自に評価することは事実上不可能だからであり、さらに効果、影響にしても、それをひとつの尺度で計測することは困難だからである。しかし、株式の売出しは証券民主化政策と資本蓄積の促進に企業増資が、受け皿としての株式市場なり株式投資資金の形成なりをはるかに超える規模で強行されたことの影響は、二四年後半以降、直接に表面化することになった。潜在的に進行しつつあった株式需給関係の構造的アンバランスが、ドッジ・ラインによる引締め過程で一挙に表面化したのである。株式取引所再開後問もなく、株式市場は恐慌的相場に見舞われることになった。株式市場救済政策が余儀なくされたのである。各企業は自社株の相場操作を実施し、株価のつり上げを行なった。投資者保護の方針に相反するこの株価操作に対して証券取引委員会は警告を発して取り締まったが、放置すれば株式価格の一層の下落によって企業資本の調達が不可能になるばかりか、一般大衆をふくむ多数の株式投資者に大きな損害を与える結果になりかねなかった。かくして一方で増資調整が行なわれると同時に、日本銀行は生命保険会社に対して国債買いオペを実施して、株式市場救済資金を供給した。「金融機関資金融通準則」の改正によって証券業者の営業資金に対する融資順位が引き上げられたのも同様なねらいからであった。

投資信託制度の開始も大衆投資資金を株式市場に吸収することを直接の目的としていた。貯蓄資金として金融機関

に流入する可能性のある零細な大衆資金を証券投資に向けさせるから、株式需給関係の改善に役立つと期待されたのである。

みぎのような、一連の株式市場救済措置は、それらが一時的な救済のみを目的としているかぎりでは、証券政策とはいえない。あくまでも非常事態に対する対策にすぎない。だが、それらは証券政策の行き過ぎあるいは逆に不徹底さが招いた結果の後始末であるとみるならば、証券政策の限界を補足するものとしてその延長線上に位置づけられる必要がある。事実二四年後半以降の株式市場の極端な不振は、デフレ政策にきっかけがあったにせよ、大量株式の売出しと企業再建整備に伴う増資が、株式の絶対的過剰供給をもたらしたことに基因していたのであり、その背景に一連の証券政策が展開されていたのである。株式市場救済を目的とするさまざまな措置は、一面で「証券民主化政策」として特徴づけられる戦後証券政策の限界に直接対処するという後向きのものであったが、同時に、他面では、朝鮮戦争をさかいに、ふたたび回復過程を辿る証券市場の発展に積極的に寄与するという、前向きの政策としての側面をもっていたのである。

とくに、証券行政の管理・実施体制が整備された昭和二七年以降、証券政策は一元的な行政機構のもとに体系化され、積極化されるにいたって、新たな展開局面に入ることになる。しかし、この点は本論の直接対象とする時期以降の問題であるので省略せざるをえない。

第二節 「証券取引法」の改正と証券業界の整備

戦後「証券取引法」は取引の公正化と投資者保護の観点にたつて、アメリカの「証券取引法」にのっとった新法が制定され、その大部分の規定は昭和二三年五月七日（有価証券の募集、売出に因する届出の規定は同年七月六日、金融機関の証券業務兼営禁止の規定は同年一月七日）から施行されたが、昭和二七年四月の講和発効までの四年間に、三回の部分的改正が行なわれた。それは、主として、投資者保護を徹底するための証券業界の整備に関する改正と、企業の自己資本調達の便宜をはかるための「商法」の改正に伴う改正であった。

最初の「証券取引法」の一部を改正する法律案¹⁾は、昭和二五年二月、第七国会に政府提出法案として上程された。この法案の主眼とするところは、①「証券取引法」施行の経験に照らし不備な点を補うこと、②ドッジ・ライン下の不況にあえぐ証券業の健全化を図ること、③「シャープ勧告」の線に沿って「証券取引法」の規定により提出される財務諸表の基準を定める権限を証券取引委員会に付与することなどにあった。同法案は、二五年三月一六日両議院を通過成立し、同年三月二九日、法律第三一号をもって公布施行された。その主な改正点をあげれば、次のとおりである。¹⁾

一 有価証券の募集又は売出の際の届出について証券取引委員会規則で免除できる範囲が拡大されたこと。

証券取引委員会規則で有価証券の募集又は売出の届出を免除できる範囲は、募集又は売出券面総額千万円以下の有価証券と

されたこと。

二 証券業者登録の拒否原因及び証券業者登録の取消原因として、左に該当する者である場合が追加されたこと。

イ 証券業者である会社が証券取引法の施行により登録を取り消された場合において、その取消の日以前三十日以内に当該会社の取締役又は業務執行社員であつた者で当該会社がその取消処分を受けた日から五年を経過するまでのもの

ロ 法令又は法令に基く行政処分違反したことにより、証券取引委員会によつて解任を命ぜられた役員でその処分を受けた日から五年を経過するまでのもの

ハ 会社でその役員のうちに、イ又はロの一に該当する者のあるもの

三 証券業者の商号の制限

証券業者は、他の証券業者と同一又は他の証券業者と誤認される虞のある商号を使用してはならないこと及び商号のうちに証券という文字を使用しなければならないこととされ、これに違反する場合は、証券業者登録の拒否原因又は証券業者登録の取消原因とされたこと。

四 証券業者の変更登録手数料

証券業者が新たに支店その他の営業所を設置した場合に、その変更届出書を提出し、証券取引委員会から登録事項変更の通知を受けたときは、その通知を受けた日から三十日以内に、政令の定めるところにより登録手数料を納めなければならないこととされたこと。

五 一定額の営業用純資本の保有を証券業者の資格要件としたこと。

証券業者の営業用純資本額は、五十万円（証券業者のみを相手方として取引するものについては、二十万円）を下つてはならないこととされ、これに違反する場合は、証券業者登録の拒否原因、証券業者の営業停止原因又は証券業者登録の取消原因とされたこと。

六 証券業者の営業年度の改正

証券業者の営業年度は、「四月から九月まで及び十月から翌年三月まで」とあつたのを「十月から翌年九月まで」に改められたこと。

七 証券業者の営業又は資産に対する予防的監督命令

証券取引委員会は、証券業者が営業又は財産經理の状況に照らし、過大な数量の売買取引、不健全な方法による売買若しくは借入をなし、又は不良と認められる資産を有する場合において、公益又は投資者保護のため必要且つ適当であると認めるときは、将来当該行為と同種の行為をしてはならない旨又は財務計算について当該資産の全部若しくは一部を償却すべき旨を命ずることができることとされたこと。

八 証券業者の営業停止期間の短縮処分

証券取引委員会が六ヶ月以内の期間を定めて営業停止を命じた後、当該証券業者について、当該処分基礎となつた事由が消滅したと認める場合には、営業停止期間を短縮することができることとされたこと。

九 証券業者登録の抹消規定の整備

証券業者の解散又は廃業の届出があつた場合又はこれらの事実を確認した場合において、証券取引委員会は、当該届出又は確認があつた日から三〇日に満たない期間を定めて当該証券業者に通知したときは、その期間を経過するまでは、その登録の抹消をしないことができることとされ、証券業者登録の取消処分を免れる目的で廃業の届出等をした者に対し、証券取引委員会は、一定の期間内に証券業者登録の取消処分を行うことができることとなつたこと。

十 証券取引所登録の拒否原因の追加

証券取引委員会は、証券取引所の設立される地方における証券業者の数、有価証券の取引の状況、その地方に本店、支店その他の事務所又は事業所を有する会社でその発行する有価証券が当該証券取引所における上場を予定される会社の数その他そ

の地方における経済の状況に照らし当該証券取引所の設立が必要でないとき、当該証券取引所の登録を拒否できることとされたこと。

十一 証券取引所に対する有価証券上場登録拒否の命令

証券取引委員会は、証券取引所から、有価証券の上場の登録をしようとする旨の届出を受けた場合、その有価証券を当該証券取引所に上場することを不適当と認めるときは、その登録を拒否すべき旨を命ずることができることとされたこと。

十二 証券記事等の掲載の制限

有価証券の発行者、引受人又は証券業者から対価を受け、又は受けるべき約束をして、有価証券又は有価証券の発行者に關し投資についての判断を提供すべき意見を、新聞紙若しくは雑誌に掲載し、又は文書、放送、映画その他の方法を用いて一般に表示する場合には、対価を受け、又は受けるべき約束をしてなす旨を併せて表示しなければならないこととされたこと。

十三 財務諸表準則法制化のための根拠規定

証券取引法の規定によつて提出される貸借対照表、損益計算書その他の財務計算に關する書類は、証券取引委員会が証券取引委員会規則で定める用語、様式及び作成方法により作成しなければならないこととされたこと。

十四 公認会計士による監査証明

証券取引所に上場されている株式の発行会社その他の者で証券取引委員会規則で定めるものが、証券取引法の規定により提出する貸借対照表、損益計算書その他の財務計算に關する書類には、その者と特別の利害関係のない公認会計士の監査証明を受けなければならないこととされ、その監査証明は、証券取引委員会規則で定める基準及び手続によらねばならないこととされたこと。

十五 証券取引委員会の委員の任命手続の改正

証券取引委員会の委員長及び委員は、両議院の同意を得て、内閣総理大臣が任命することに改正され、その職は国家公務員

法上の特別職に属することとなつたこと。

十六 証券業協会に対する事業者団体法の適用除外

証券業協会及びその連合会は、事業者団体法第六条の適用除外団体として指定されたこと。

十七 罰則規定の整備

証券取引法により罰金の刑に処せられた者は、証券業者登録の拒否原因又は証券業者登録の取消原因となるので、罰則規定の一部について緩和されたこと。

みぎの二五年三月改正にもかかわらず、証券業を営むものの資格要件をさらに厳重にする必要が生じた。それは、二四年末以来の株式市況の不振により、証券業者の資産内容は一層悪化し、一部の証券業者については整理の必要さえ認められるに至つた。⁽²⁾ このような事情に鑑み、証券業者の登録制度の整備を図るための「証券取引法の一部改正に關する法律案」が二五年七月、第八臨時国会に提出された。すなわち同法案の立案の事情は、二五年三月改正で証券業者が「登録する際に五〇万円の純資産額を有しなければならぬということになっておりますが、これはあまり資産の内容がよくない証券業者も加わるということをおそれまして、資本金の方からもこれを制限しようというふうに改正案を出した⁽³⁾」ということであつた。同法は二五年七月三〇日両議院を通過成立し、同年八月五日、法律第二三六号をもつて公布された。その主要な改正点をあげれば、次のとおりである。⁽⁴⁾

一 証券業者登録の拒否原因及び取消原因として、会社については、その資本金額が、個人については、その証券取引委員会規則で定める方法によつて計算した資産の額が証券取引委員会規則で定める金額に満たない場合を追加し、その他登録制度の整備を図られたこと。

二 証券業者は、登録を受けていない本店その他の営業所又は代理店において証券業を営んではならないこととされたこと。

三 証券業者の営業保証金に代用できる有価証券として、国債証券の外に、地方債証券、特別の法律により法人の発行する債券又は社債券を加えることとされたこと。

四 有価証券の上場のための登録申請書の添附書類として、証券取引委員会規則で定める書類が追加されたこと。

第三の改正は、翌二六年の第一〇国会によって成立した「商法の一部を改正する法律の施行に伴う銀行法等の金融関係法律の整理に関する法律」(昭和二六年六月一五日法律第二四五号)によって行なわれた「証券取引法の一部改正」(第七条)である。戦後の経済民主化に対応して、「商法」の分野でも改正が考慮され、まず、二三年七月法律第一四八号をもって、株式会社について、株金の分割払込制度が廃止された。これは、経営者の恣意的な支配の制限と投資者大衆の保護を目的とした改正であったが、反面株式会社は自己資本のプールを失い、その限度において資本調達の便宜を失うことになった。そこで政府は、企業の資金調達の便宜と株主の保護の観点から、株式会社を中心とする「商法」の規定の全面的改正を企図した。昭和二五年一月、「商法の一部改正法律案」は第七国会に上程され、二五年五月一〇日法律第一六七号として公布され、翌二六年七月一日から施行されることになった。同法の概要は、株式会社のついていわゆる授權資本制度および無額面株式の制度を採用し、会社の資本調達の便宜をはかるとともに、株式の譲渡性、新株引受権、株主の議決権、株主の書類閲覧権、取締役の責任、少数株主の保護、外国会社および罰則などに関する「商法」の規定を改正したもので、証券市場における企業の資金調達を促進する意図をもっていた。この商法の施行に伴って生じる「証券取引法」の改正を行なったのが二六年の法改正であった。

みぎにみたように、「証券取引法」施行後、証券業者に対する法規制の強化が行なわれたのであるが、証券業者のあり方を法制面からみると次のようであった。

二三年の「証券取引法」施行前は、有価証券の売買取引をなす者を「取引員」、取引所によらず有価証券の売買又はその媒介を営業とする者を「有価証券業者」、有価証券の引受け又は募集の取扱いを営業とする者を「有価証券引受業者」、代金を分割して数回にわたって受け入れ、有価証券を給付する者を「有価証券割賦販売業者」としてそれぞれ別の法律により取り締まっていた。「証券取引法」は、これらの各種業者を一括して証券業者とし一様の取扱いを行なうと同時に、大蔵大臣による免許制を廃止して、証券取引委員会に登録申請書を提出し、登録原簿に登録されたものを証券業者とした。これは、すべての者に証券業者となる機会を均等に与え、自由競争を可能にするためであった。しかし、証券業者の資力や素質の低下を防ぐため、登録時に営業保証金(本店一〇万円、支店その他五万円)の供託を行なわせるほか、①証券業者の負債総額は営業用純資本額の二〇倍の限度内で証券取引委員会規則で定める率(二〇倍と定められた)を超えてはならないこと、②負債総額が営業用純資本額の二〇倍を超えると、証券取引委員会は証券業者に通知し審問を行なったのち、営業の停止を命じること、③営業停止を命じた後六カ月以内に二〇倍以下とならないときは、審問のうえ登録を取り消すこと、④有価証券の売買に対し、法に基づいて取り締まること、⑤常時検査を行ない、悪質な証券業者に対し厳重な処分を行なうことなどを法によって定めたのである。なお、証券業者は個人であっても法人であっても差支えなかったが、個人の場合は営業用純資本額の計算に当たり個人の資産、負債一切を含むため、証券取引委員会はなるべく法人組織(株式会社、合資会社、合名会社および有限会社のいずれでもよい)とすることを勧奨したため、個人組織は一件もなかった。

みぎの証券業者に対する法規制は、前述したように、二五年の二回の法改正によって一だんと強化された。すなわち証券業者の資格要件として、①営業用純資本額が五〇万円(証券業者のみを相手方として取引するものは二〇万

表4-1 証券業者の登録および処分状況

年 度	新規登録件数	検査件数	審問件数	処分件数	処 分 内 訳			廃業	年度末業者数	業者数増減
					登録取消	営業停止	その他			
昭23	959	418	22	10	3	7	0	8	948	948
24	292	783	112	54	36	18	0	77	1,127	179
25	18	749	206	81	57	24	0	152	936 [△]	191
26	11	664	112	67	36	28	3	73	838 [△]	98
27	71	524	103	57	37	20	0	36	836 [△]	2

出所：『第1回理財局証券年報』昭和38年版、462ページ。

表4-2 証券業者資本金階層別内訳 (単位：千円)

資 本 金 額	昭和24年3月末		25年3月末		26年3月末	
	社数	金額	社数	金額	社数	金額
10万円以上 30万円未満	13	2,438	3	638	—	—
30万円 ≧ 50万円 ≧	144	44,600	93	28,355	45	13,605
50万円 ≧ 100万円 ≧	357	183,529	316	167,065	152	94,581
100万円 ≧ 500万円 ≧	398	639,435	598	1,045,345	566	1,016,775
500万円 ≧ 1000万円 ≧	25	126,000	79	433,800	112	627,300
1000万円以上	11	605,000	38	1,471,000	61	1,774,000
計	948	1,601,002	1,127	3,146,203	936	3,526,261
1社平均		1,689		2,792		3,767

出所：「証券取引委員会報告書」昭和25年度、49ページ。

円)を下らないこと、②登録取消処分をうけた証券会社の取締役または業務執行社員であった者および証券取引委員会の行政処分で解任された者で、処分の日から五年を経過しないものを役員としないこと、③会社の資本金額は証券取引委員会規則で定める一定額を要することが追加された。①は二五年三月二十九日から、③は同年八月四日から施行されたが、それは新規に登録する業者に対してのみ適用され、既存の業者への適用は二年間猶予された。また②の規定は、二五年三月二十九日以降処分された者にはその日から適用されたが、以前に処分された者への適用は六カ月延期された。

みぎの法規制のもとで、証券業者の

登録と証券取引委員会の監督・処分の状況を示したのが表4-1である。「証券取引法」の施行によって、二三年度に登録した業者数は九五九であった。これは、法施行直前の証券業者数七一三に対し、二四六すなわち三四%の増加であり、登録制度による門戸開放の結果であった。そして、二三年から二四年秋まで続いたブームの中で、二四年度は二九二社の新規登録があったが、その後不況が続いたことと、二五年に最低資本金額が定められ、泡沫業者の新設がなくなったことにより、新規登録は激減した。この間、証券取引委員会の検査、審問によって、登録取消処分を受けた業者も増加し、資産内容が悪化し廃業する業者も増加した。その結果、二五年三月に一一二七社に達した業者数は、二年後の二七年三月には八三八社に減じ、この間二八九社、二六%が減少したのである。

次に、証券業者の資本金階層別の内訳をみると、表4-2のとおりである。ちなみに、二四年五月取引所開設時の東京、大阪両取引所の会員実員はそれぞれ一一六名、七六名であった(表3-1参照)が、資本金一〇〇万円以上の業者は二四年三月末に全国でわずかに一一社であった。法改正によって二五年八月に二年の猶予期間において、東京、大阪両取引所の会員業者は一〇〇〇万円の最低資本金を必要とするためであるが、二六年三月末に全国で六一社のみがその資格を有するという実態であった。また、資本金一〇〇万円未満の弱小業者数をとってみると、二四年三月末は、五一四社、全業者の五四%にも達し、二五年三月末には、四一二社、三七%、二六年三月末には一九七社、二一%と年々減少しているものの、当時の証券業界の脆弱さを如実に物語っている。

みぎの事情の中で、二四年六月の大蔵省機構改革にあたって、証券検査機構が拡充され、証券取引委員会事務局に証券検査事務を専掌する検査課を設置し、委員会事務局および各財務部(二五年五月財務局と改称した)に証券検査官を配置し、証券業者の営業および財産管理の状況を検査した。委員会発足時から二四年度末までの検査件数は表4-

1のとおり一二〇一件であるが、同一証券業者に対する検査を除くと、検査の対象となった証券業者は一〇四八社にも達し、二四年度末の証券業者数一一二七社に対して九三％に相当した⁽⁸⁾。

検査を通じて看取される不備事項の一般的傾向については、検査を受けない証券業者に対しても、委員会からの通牒によって注意を喚起する方法がとられたが、二四年四月以降は、従前のように事件発生都度個別的に通知する方法をとらず、総合的、網羅的にまとめて通牒を発する方法がとられた⁽⁹⁾。その一つである二四年九月に発せられた「検査の結果注意すべき事項について」⁽¹⁰⁾は、証券業者約八〇〇社（全体の七割強）の業者の検査結果をまとめたもので、不備事項または注意すべき事項が皆無という業者はほとんどないことが指摘され、検査の結果、①経営者関係の事項として公共機関としての自覚の欠如と役員陣容の不備、②取引関係に関しては投機的取引の盛行、各種不正取引の横行、その他、③証券管理の不備、④自己資本の過小、借入れ過剰、⑤金融基盤の脆弱さ、⑥各種法令違反等々、さまざまな証券業者の実態が明らかにされた。

このような状態であったから、証券業界の再編、整理は火急の問題として各方面でとりあげられた。昭和二五年六月、証券取引委員会は各取引所、証券業協会等に対し、次のような通牒⁽¹¹⁾を発して、証券業者の資産内容の充実と自力更生を促した。

証券業者の資産状態の改善について（昭和二五年六月一二日証取第一三一六号）

経済基盤の変化による金融の逼迫に加え、昨年以來の市況の不振によつて、証券業者のうち、漸次経営に困難を来せるもの多いことは、遺憾に堪えないところである。かゝる状況に対し当委員会としては投資者の保護と証券流通の円滑化との見地から諸般の措置を講じて来たのであるが、事態の推移を考えるに、業者としてもこの際に将来における市況の好転、経済施策の転

換、政府その他の救済策等を持つのみであつて何等自力更生の途を講じないことは誤であり、飽くまで現状と取組む気魄をもたねばならないものと思われる。例を信用供与にとつて見ても明な如く、業者自体の資力の充実がその前提条件であつて、現状をもつてすれば、特に投資者保護の見地からその実施につき相当の難点のあることは当然であり、業者の実態自体が市場機構の整備を制約するに至つてい事情にあるのである。

なお、さきに業者の資産内容状況に鑑み、所有有価証券の値下りに対して、暫定的に帳簿価格による評価を認める措置をとつたのであるが、これは多数の業者が営業用純資本額に關し証券取引法第四十条に該当することを阻止せんとする便宜的措施に過ぎないのであつて実質上資産内容の改善に資するものでないことは勿論である。従つて同法第五十七条の支払能力が薄弱であるかどうかを判定するに當つては依然時価を基準とせねばならないのである。この点誤解のないようにしたい。

右の事態に鑑み業者の資産状態については、左の水準に達することを別途としたい。

- (一) 改正証券取引法第三十四条第一項の規定の趣旨に照らし、その営業用純資本額を五十万円以上に保つこと。
- (二) 負債総額とその営業用純資本額に対する比率を十五倍以下に抑えること。
- (三) 所有有価証券の価額を、その営業用純資本額の限度内に止めること。
- (四) 以上(一)、(二)及び(三)とも所有有価証券は時価により評価する。

貴取引所又は貴協会の会員全員が一挙に右の水準に達することは、現状に鑑み至難であると思うが、貴取引所又は貴協会としては、この水準を実現する方法として、

- (一) 増資、役員私財提供、社内借入金金の免除、債務の肩代り、固定資産の流動化等により改善し得る者については、それぞれ具体策を樹立せしめ、これを実現せしめるよう指導すること。
- (二) 右の如き改善の具体策を樹立し難い者については、廃業、新資本注入の能力ある新経営者に対する営業の譲渡、他会社への合併等を決意せしめこれを実現せしめるよう指導すること。

表4-4 証券取引所売買高に占める四大証券会社の比率

(単位：百万株)

年次	東京			大阪			その他			全国計		
	売買高(A)	4社(B)	(B)/(A)%	売買高(C)	4社(D)	(D)/(C)%	売買高(E)	4社(F)	(F)/(E)%	売買高(G)	4社(H)	(H)/(G)%
昭和24	512	136	26.5	239	61	25.5	100	...	...	851	...	...
25	1,024	446	43.6	513	175	34.1	284	58	20.4	1,821	679	37.3
26	1,643	705	42.9	796	273	34.3	446	94	21.1	2,885	1,073	37.2
27	4,005	1,765	44.1	1,735	506	29.1	1,253	229	18.3	6,993	2,500	35.8

(注) 昭和24年は、福岡証券取引所の4社売買高が未詳のため、4社計欄の計数は未詳である。

出所：『第1回理財局証券年報』昭和38年版、376—77ページ。

みぎの通牒に示された業者の資産水準の用途は、①営業用純資本額五〇万円以上、②負債総額は営業用純資本額の一五倍以下、③所有証券額は時価換算で営業用純資本額以内であったが、これらは法令によれば①は二年後の水準、②は二〇倍、③は帳簿価格であって、法で規制されている以上に高い目標であった。これに対しては、証券取引委員会から改めて「証券取引所又は証券業協会においてこれを即時に実施しなければならないよう誤解を生じている向もあるようであるが、右は飽迄も改善の目標として示したものである」旨の通牒⁽¹²⁾が送られている。要するに、証券取引委員会はみぎのような通牒を通じて、証券取引所および証券業協会が、自発的に証券業界の健全化と廃業、合併を促進し業界の整備を行なうように要請したのである。

資本金の弱小さに端的に示される当時の証券業者の資産内容の悪化は、表4-3の主要九社の負債構成に如実にあらわれている。営業資金の九〇%ちかくが外部からの借入れであって、その多くが短期借入金である。本来、外部資金の利用によって有価証券の売買、引受け、委託売買を行なうのが、その主たる機能であるから、外部資金依存度が相対的に高いこと自体は、あまり問題ではないというものの、諸積立金、利益金留保等、自己資金比率が極端に低いことは、証券会社の企業体質の弱さを物語るものといつてよく、し

表4-3 証券会社主要9社の資産・負債構成

(単位：百万円)

決算期	24年10月～25年9月		25年10月～26年9月	
	金額	百分比	金額	百分比
資産・負債				
流動資産	9,593	87.6	15,125	89.1
固定資産	1,355	12.4	1,847	10.9
資産合計	10,949	100	16,973	100
外部負債	9,366	85.5	15,018	88.5
うち短期借入金	4,661	42.6	4,893	28.8
自己資本	1,583	14.5	1,955	11.5
資本金	1,017	9.3	1,024	6.0
諸積立金	812	7.4	801	4.7
前期繰越金	16	0.1	△ 263	(-) 1.4
純利益	△ 263	(-) 2.4	376	2.2
負債合計	10,949	100	16,973	100

(注) 主要9社とは、大阪商事、大東証券、大和証券、玉塚証券、日興証券、日本勧業証券、野村証券、山一証券および山叶証券。

出所：三菱経済研究所『本邦事業成績分析』昭和25年上～26年下、150—51、412—14ページ。

(一) 取引所は、証券取引法第四十条又は第五十七条の規定に該当する会員は勿論、その定款上会員の資格として規定する最低営業用純資本額を欠くに至つた会員又は不渡手形を発行した会員等に対し、当然会員権停止、除名等の処分を励行すべきこと。

(二) 現存の資産上の欠陥補正の問題であるが、今後の経理上収支の均衡を計る上においても、現在の売買高による収入状態が相当永続するものとして、支出を制し、特に支店出張所の廃止について検討すること。

勿論、当委員会としては、検査の上法令による処分を励行すべく、相俟つて一日も速かに証券業者全体としての資産の改善を計り、信用の向上を期したい。

なお、現に休業中又は事実上休業状態にある者は、大部分営業上の行き詰りによるものと思われるから、寧ろ廃業するよう勸告せられたい。右通知する。

かもこの数字が、九〇〇社前後存在した証券業者のうちの上位九社のものであることを考慮すれば、証券業界全体が一般にどのような状況にあったかは容易に想像されよう。戦前、一部の大証券会社をのぞき、ほとんど小規模な前近代的要素を多分に抱えた業者からなっていた証券業界が、終戦後間もないこの時期に、まだ十分な資金調達力もなく、近代的企業経営、組織への転換もないままにスタートしたことがここに示されているのである。二四年後半以降の不況に際して、いち早くその弱体ぶりが暴露されたのは当然であり、しかも、その後も相つぐ証券市場の不振期に、さまざまな問題を引き起こさざるをえなかった原因も、すでにこのスタート時点から内蔵されていたというべきであろう。

ことに弱小証券会社について、みぎのことは一層深刻だった。それだけに証券業務が一部の大証券会社に集中する傾向が、すでにこの時期にあらわれはじめた点は注意を要する。表4-4は全国証券取引所売買高に占める四大証券会社の比重をみたものである。昭和二五―二七年にはその比重は、東京ではすでに四〇%を越えており、集中度の高さが顕著である。この傾向はその後もつづき、昭和三〇年代には六〇―七〇%にも達することになるが、この集中の開始はすでに取引所再開とほとんど同時であった。

以上のように、証券業界は、終戦後の再開期において、すでに経営基盤の弱さをはじめ、さまざまな問題をかかえており、その一部は現実の問題として顕在化しつつあった。昭和二七年以降、経済自立化に対応しつつ、新たな機構のもとに、より一層積極的な証券政策が展開されざるをえなかったのも、みぎのような、スタート時点ですでに露呈された証券業界の脆弱さに対する行政当局の真剣な対応の結果であった。

(1) 「証券取引委員会報告書」昭和二四年度、五一九ページ。

(2) 同前、昭和二五年度、六ページ。

(3) 第八国会衆議院大蔵委員会における湯地証券取引委員会事務局長の答弁（「第八国会衆議院大蔵委員会議録第五号」、四ページ）。

(4) 「証券取引委員会報告書」昭和二五年度、六一七ページ。

(5) 同前、二三年度、六一ページ。

(6) 証券業者の要件として必要な資本金額は、昭和二五年八月四日証券取引委員会規則第一二号によって、左に掲げる金額から「資産再評価法」による再評価積立金の四分の三にあたる金額を控除した額と定められた。

- ① 有価証券の元引受を行う業者：三〇〇〇万円
- ② 東京・大阪の証券取引所会員業者：一〇〇〇万円
- ③ 東京都特別区・大阪市に営業所または代理店をもつ非会員業者：五〇〇万円
- ④ 名古屋証券取引所会員業者：五〇〇万円
- ⑤ 名古屋市に営業所または代理店をもつ非会員業者：三〇〇万円
- ⑥ その他の取引所の会員業者：三〇〇万円
- ⑦ その他の非会員業者：二〇〇万円、ただし元引受を営まず、かつ証券業者のみを相手方として取引するものは五〇万円

(7) 「証券取引委員会報告書」昭和二三年度、五九ページ。

(8) 同前、二四年度、六〇ページ。

(9) 同前、二四年度、六一ページ。

(10) 昭和二四年九月一九日付証検第一六八号通牒（証券取引委員会編『証券取引法関係通牒集』、二八八―九六ページ）。

(11) 同前、一五四―五六ページ。

(12) 昭和二五年六月一九日付証取第一三七四号通牒（同前、六〇ページ）。

第三節 証券金融制度の拡充

すでに前章でのべたように、二四年後半の株式市場の不振は、さまざまな株式市場救済案を必要としたが、そのひとつに証券金融の強化があった。当初極端な不況から株式市場を救済するのに、市場の外部から資金を導入し、株式投資の潜在的需要を掘り出し、もって株価対策の一環にしようとした。だが、証券市場をめぐる金融機構を整備し、貨幣市場との密接な資金関係をつけることは、証券市場の構造整備、補強に不可欠な前提であった。

このため、前述のように（四一―一二ページ）日本銀行の株式担保貸出の再開が強く望まれたが、司令部はそれを認めなかった。そこで、取引市場自体の対策として、各市場所在地に証券金融会社が設立され、株式担保金融と貸株を行なうことになり、さらに、アメリカの信用取引方式にならったレギュラー・ウェイ方式⁽¹⁾（普通取引または四日目決済取引）が検討されることになった。

株式市況が秋高の予想に反し急落に転じた頃、東京証券取引所および東京証券業協会は合同で不況対策委員会を設置したが、証券業者への直接金融を拡大する一方策として、この不況対策委員会の推進によって二四年一二月、証券金融会社の設立が急速に具体化した。⁽²⁾これは、東京証券株式会社（資本金一〇〇〇万円）を改組し、同社を通じて証券市場に資金の円滑な導入をはかり、当面の市場安定を図ろうとする計画であった。その前、東京証券は、二四年五月の東京証券取引所設立を契機として証券業の兼営を廃止し、証券の取引所売買に対する信用供与機関として再発足

する準備を進め、同年九月正式に有価証券担保金融を業務とする貸金業者となり、同時に場外取引の受渡代行業務を担当していた。⁽³⁾二四年一二月二〇日、東京証券は日本証券金融株式会社と商号を変更した。同時に資本金一〇〇〇万円を二億円に増資し、営業目的を、①資金の貸借およびその媒介、②有価証券の貸付、③有価証券の受渡しに関する代理業務とし、経営陣を一新し、証券金融専門機関として新発足することを決定した。さらに、翌二五年二月八日、資本金二・五億円（増資決議二億円を改める）、営業目的に④株式名義書換に関する代理業務を加え、経営陣を強化し、社長に白根清香前日本銀行理事が就任して、新会社が設立された。⁽⁴⁾この東京証券の日本証券金融への改組は、また、将来のレギュラー・ウェイ実施に際し、受渡決済資金の供給機関の役割を果たす意図も含まれていたのである。⁽⁵⁾

日本証券金融会社が設立されると、各方面の証券金融拡充の要望にこたえ、また、日本銀行のあっせんもあって、二五年三月、東京銀行協会は日証金に株式担保の協調融資を行なうことを決定し、同年四月、市中銀行・地方銀行一六行が一〇億三〇〇〇万円の範囲内で融資する契約が成立した。また、同年九月にも同様一〇億円の融資が予定された。日本銀行も、この協調融資による同社振出手形を日銀貸出しの規格担保手形とし、さらに協調融資額の範囲内で当該手形担保貸出しに第二次高率適用を免除する優遇措置をとった。なお、二五年四月には、日証金は日銀と当座取引を開始し、同時に短資取引参加業者に加わって、コール市場からも所要資金を調達するようになった。⁽⁶⁾

日本証券金融株式会社の設立と相前後して、各地の市場でも同様の証券金融会社の設立が相ついだ。また、民主自由党の証券対策委員会も、証券金融の積極化と証券金融会社の未設地域へ設置を勧奨する方針をうち出し、二五年一月二八日の政府与党連絡会議でその方針を推進することを申し合わせた。⁽⁷⁾こうした中で、昭和二五年には大阪、名古屋、京都で、大阪代行証券㈱、中部証券㈱、京都証券㈱の旧代行会社が、商号変更、増資を行ない、証券金融会社に

表4-5 証券金融会社一覧(昭和26年3月末)

(単位:百万円)

会社名	商号変更または設立年月日	資本金	融資額	貸株額
日本証券金融(株)	昭24.12.20	(10)250	618	36
大阪証券金融(株)	25.1.6	(2.5)100	540	113
中部証券金融(株)	25.1.5	(5)50	211	40
京都証券(株)	25.2.22	(2)20	95	18
神戸証券金融(株)	25.3.8	50	106	10
広島証券融資(株)	25.5.25	10	105	26
福岡証券金融(株)	25.4.12	30	129	15
新潟証券金融(株)	25.5.25	7	4	—
北海道証券金融(株)	25.3.27	(3)10	18	3

(注) 1. 京都証券は、26.12.11京都有価証券金融(株)、29.11.5京都証券金融(株)に商号変更。
 2. 資本金欄のカッコ内の数字は、増資前の資本金。
 出所:「証券取引委員会報告書」昭和25年度、90—91ページ、
 『第1回理財局証券年報』昭和38年版、302ページ。

転換したほか、札幌、福岡、神戸、広島の各地に証券金融会社が新設され、二五年五月までに各証券取引所所在地ごとに九社の証券金融会社が発足した。

表4-5は、各証券金融会社の商号変更または設立年月日と昭和二六年三月末現在の資本金、融資額、貸株額の一覧である。貸株制度(ローン取引)は、当初証券の貸借取引として大阪市場で二四年一月五日から実施されたが、同年一月四日の株式暴落に際して証券取引委員会によって一時停止されたことは前述した(四一—ページ)。大阪証券取引所は、その後証券金融会社を介在させた融資・貸株制度いわゆるローン取引を実施することとし、証券取引委員会の了解を得て、二五年二月二日から取引を開始した。次いで証券取引委員会は証券金融会社による貸株制度を正式に認め、「この制度は、所謂信用取引、証拠金取引又は『レギュラーウェイ』とは本質的にも、形式的にも全く異なるものであって、会員(取引所会員—引用者)はその顧客を証券金融会社に斡旋の勞をとるにすぎず、証券金融会社と顧客との間の貸借関係に何等関与するものでない」旨を、二五年三月一日付をもって各証券取引所宛に通牒した⁽⁸⁾。また、ローン取引が過当投機の対象とならないよう、融資・貸株額なら

びに銘柄別、会員別に限度を設けるよう指導を行なった⁽⁹⁾。みぎのようにローン取引とレギュラー・ウェイの信用取引との違いは、証券業者が直接顧客に信用を供与するか、証券金融会社がこれにかわって信用供与するかの違いで、仮需要導入としての機能に相違はなく、証券市場の振興策として期待される反面、貸付けの条件に制約が課せられたところから、証券業界からレギュラー・ウェイの実現への要望が一そう高まったのである。

ところで、レギュラー・ウェイは証券業者が顧客に信用供与を行なうことを基礎とした制度であって、証券業界自体の整備と金融力の充実が前提となったから、当時の金融事情のもとにあつては、戦前の中心的売買仕法である清算取引復活の方がむしろ望ましいとの意見が関西方面を中心に根づよかつた。しかし、司令部は取引所再開に際し、売買仕法三原則によって清算取引を禁止し、その復活には強く反対した。

こうした情勢の中で、徳田証券取引委員会委員長は、二五年一〇月二二日、全国証券取引所理事長懇談会の席上、レギュラー・ウェイの可及的速やかな実施を検討中である旨を言明したが、一方清算取引について証券取引委員会は、次のような理由から危惧をもち、まずレギュラー・ウェイを実施し、その運営状況によってさらに検討するという方針をとった⁽¹⁰⁾。

(1) 証券市場に対し健全なる投機取引を導入し、大量の需給の投合と公正なる価格の形成に資せしめる必要のあることは認められるが、その方法としては先づレギュラーウェイの方法によるべきである。

(2) 我国においてはレギュラーウェイの実施によつて、アメリカにおける如き運営を期待し難いことは固よりであるが、運営の方法によつて経済の現状に即した適度な投機取引の導入を図ることができる。

- (3) 長期清算取引は証拠金の操作による外には売買そのものを抑制する方法がないから、とかく過当投機に流れる虞がある。
- (4) レギュラー・ウェイは、金融事情によつて制約される外、信用供与率の変更と金利の変更により証券市場に流入する資金量の調節が可能であり、又法律に定める負債倍率の制限規定によつて業者は資産内容上の制限を受けるから、比較的過当投機に流れることが少い。

証券業界ではレギュラー・ウェイと清算取引との併行案の要望も強かったが、司令部の否定的な態度は変わらなかつた。⁽¹¹⁾

証券取引委員会は、二五年秋ごろにはレギュラー・ウェイ実施を具体化するための課題は所要資金量と信用供与の率であるとしてその検討を始めていた。⁽¹²⁾ 一方、日本銀行は当初レギュラー・ウェイ導入に消極的であり、結果的には証券業者を自己売買本位に走らせ、また信用供与によつて投機熱を促し、直接インフレーションへの道を開くおそれがあるとの考えをもっていた。⁽¹³⁾ その後、レギュラー・ウェイ実施に同調する意向を固め、二六年三月には二〇億円程度の融資構想をまとめたという。⁽¹⁴⁾ この二〇億円の配分や信用供与率の点で業界の中にはレギュラー・ウェイ実施になお消極的な意見もあったが、二六年四月二〇日、池田大蔵大臣が記者会見で近日中に実施する旨を言明したことから事態は急速に進展した。日本銀行は二六年五月八日、「信用供与を伴う四日目決済取引(所謂レギュラー・ウェイ)実施に伴う金融措置要綱」を決定した。⁽¹⁵⁾ 同要綱によれば、①証券業者が顧客に信用を供与し決済代金を立て替える資金は、証券業者が個々に各地の証券金融会社から借り入れる。②証券金融会社は既存の協調融資の限度内で市中銀行の融資を受けるほか、コール市場からマネーを取り入れる、③金融機関の証券金融会社に対する資金貸付にあたって、総額一七億円以内(各取引所ごとに限度額を割当て)で金融機関に対し日本銀行が融資の援助を行なうこととなった。

二六年五月一七日、レギュラー・ウェイ実施に必要な法令改正が行なわれた。まず大蔵省令の一部改正(大蔵省令第四四号)によつて、「証券業者が有価証券の売買その他の取引についてその顧客に供与することができる信用の額の計算に当り、当該取引に係る有価証券の時価に乗すべき率は、これを零とする」の「零」を「百分の五五」と改め、信用供与率は「証券取引法」第四九条に定める最高限度の五五%となった。同時に「証券業者の信用の供与に関する規則」(証券取引委員会規則第六号)、「未発行の有価証券の売買についての信用の供与に関する規則」(同第一三号)が制定された。また、信用取引の実施にあつたての注意事項が、二五年五月二二日、各証券取引所、証券業協会宛に次のように通牒された。⁽¹⁶⁾

信用取引の実施について(昭和二六年五月二二日証取第八八二号)

この度、証券取引法第四九条第一項の規定により有価証券の時価に乗すべき率に関する大蔵省令の一部を改正する省令、証券業者の信用の供与に関する規則等が制定せられ、懸案となつてきた信用取引が実施せられることとなつたが、これが実施に當つては、その運営よろしきを得て証券市場の機能の強化に努めるとともに、いやくもこの取引が放漫に流れ、或いは過当投機に陥ることのないよう注意されたい。

なお、各証券取引所証券業協会においては、法令、定款及び諸規則の遵守方を厳に励行するとともに、特に左記事項を貴会員に周知徹底の上、本制度の実施運営につき万遺憾なきを期せられたく、

右通知する。

記

一 信用取引を執行する証券業者は、特に投資家保護の見地から、資産内容の一層の充実を図り、信用の向上に努めるとともに、常に資産、負債の状況に注意し、いやくも負債比率が法定限度を超過すること等のないようにすること。

二 信用取引は、ややもすれば吞行為、賭博類似行為等の弊を生ずる虞があるから、自戒するとともに、法令に違反し又は法令の趣旨を逸脱する不健全な方法による売買については厳重処分するから充分注意すること。

三 証券業者の信用の供与に関する規則（昭和二十六年証券取引委員会規則第六号。以下規則という。）の解釈その他信用取引の実施運営上注意すべき事項は次のとおりである。

（以下略——引用者）

かくして、レギュラー・ウェイは全国各市場で二六年六月一日から一斉に開始された。同時に、各証券金融会社の貸株制度すなわちローン取引は廃止され、レギュラー・ウェイにきりかえられた。

(1) レギュラー・ウェイとは、もともと普通取引（実物取引）のことであり、売買が成立してから四日目に、買方は買付代金を、売方は株式を売渡決済する制度を意味していた。ところが、アメリカの証券信用制度（証拠金取引＝マージン取引）はこのレギュラー・ウェイを基礎にしており、顧客は証券業者から買付資金あるいは売付株式を借り入れて四日目に決済するというものであった。したがって、株式売買の決済後には、証券業者と顧客との間に信用関係あるいは株式貸付関係が残されるという仕組みであった。日本では、このレギュラー・ウェイは当初、普通取引ではなく信用取引制度の別称として理解されており、清算取引か信用取引（レギュラー・ウェイ）かという形で議論されていたのもそのせいであった。

(2) 『東京証券取引所一〇年史』、二一四ページ。

(3) 東京証券の前身は東株代行株式会社で、昭和一八年八月末、短期取引が廃止されるまで短期清算取引の代行機関であった。一八年八月東京証券株式会社と改称し、同年九月、東京市場第一種取引員となり、同時に名義書換えの代行と代行中の株式担保金融を兼営し、二一年五月から集団売買の受渡業務を代行し、二二年四月有価証券業者の免許を受け、引続き「証券取引法」による証券業者となり、従来の名義書換えの代行および代行中の物件を担保とする金融業務を兼営していた（『日本証券金融株式会社十年史』、三〇—四〇ページ）。

(4) 同前、四三—五二ページ。

(5) 昭和二四年一二月九日付証券業者に対する木下東京証券社長の説明資料「東京証券株式会社の増資について」は、レギュ

ラー・ウェイについて次のように述べている。「東京証券取引所が近く実行せんとする新取引方法であるレギュラー・ウェイには、株式の貸付と、其の反面に株式の金融が必然的な要件であります。この二つの業務は一見簡単な様であります。普通の銀行、法人が到底良くする処ではありません。その道に多年の経験ある東京証券の如きは最も適任である事は、何人も認める処でありまして、幸いにも銀行方面の御理解と、東京証券取引所の御賛意を得ましてこの業務を行う事になりました」同前、四五ページ。

(6) 同前、六五ページおよび大蔵省所蔵日本銀行資料。

(7) 『日本経済新聞』昭和二五年一月二十九日。

(8) 「証券金融会社の融資及び貸株について（昭和二三年三月一三日証取第四七五号）」（『証券取引関係通牒集』、一三五—三八ページ）。

(9) 「証券金融株式会社の貸株について（昭和二五年五月二三日証取第一〇八九号）」（同前、二四二—四三三ページ）。

(10) 証券取引委員会「第九国会想定質疑（追加）」昭和二五年一月（大蔵省資料乙五一—二九〇）。

(11) 『東京証券取引所一〇年史』、二二一—二二三ページ。

(12) 「証券市場育成のための証券金融」（年月不明、内容からみて昭和二五年一〇—十一月頃作成の資料と考えられる）（大蔵省資料乙五一—二九一）。

(13) 大蔵省所蔵日本銀行資料。

(14) 『東京証券取引所一〇年史』、二二三—二四四ページ。

(15) 大蔵省所蔵日本銀行資料。

(16) 証券取引委員会『証券取引法関係通牒集追補』、四五—四八ページ。

第四節 証券税制

一 「シャウプ勧告」以前

証券関係の税制のあり方いかんは、他の証券関係諸政策と並んで、証券投資の大衆化、企業資本の調達、とくに貯蓄資金の証券市場への動員にとって、直接、間接に重要な意味をもっている。周知のように、戦後税制の一大転換は、二四年に発表された「シャウプ勧告」によってもたらされたのであるが、まず、終戦から二四年までの証券関係税制の推移をみよう。

戦後はじめての証券関係税制の改正は、昭和二十一年第九〇議会で成立した「所得税法の一部を改正する等の法律」（昭和二十一年八月三〇日法律第一四号）による有価証券移転税の復活および清算取引所得・配当利子所得に対する分類所得税の増徴であった。

有価証券移転税は、有価証券の移転があつたとき取得者に課せられる税であるが、昭和二〇年八月一日から、「戦時緊急措置法ニ基ク税制ノ適正化ニ関スル件」（昭和二〇年七月二一日勅令第四二三号）によって一時その課税が停止されていた。証券業界は証券市場発展の妨げになるとしてその復活に反対していたが、戦前の税率を引き上げたい二一年一月一日から課税された。

また、株式の清算取引から生じた所得に対する分類所得税は、昭和一八年から課税されていたが、その税率上げが二一年九月一日から実施された。配当利子所得に対しては、従来所得税の課税と一定率を超える配当利子に対する配当利子特別税が課せられていたが、配当利子特別税は有価証券移転税とともに戦時税制適正化措置によって二〇年八月一日から課税が停止されていた。二一年所得税制改正では、配当利子特別税が廃止され、配当利子所得に対する分類所得税の税率上げが実施された（九月一日）。

次いで二二年の所得税制改正により、所得税は分類所得税、総合所得税の二本建ての制度から、あらゆる所得を総合した一本の超過累進税率により課税する制度に改められた。そのための「所得税法を改正する法律」（昭和二二年三月二日法律第一二二号）により、配当利子課税の税率が変更され、有価証券の譲渡所得に対する課税が実施された（二二年四月一日）。

配当利子所得については、二一年九月改正で三〇％を源泉徴収し、利子所得についてのみ四五％の源泉選択課税が認められていたが、二二年四月改正では源泉徴収二〇％、利子所得の源泉選択課税は六〇％の税率となった。

有価証券の譲渡所得に対する所得税は、従来は清算取引についてのみ分類所得税が課税されていたが、新たに実物取引についても課税されるようになった。いわゆるキャピタル・ゲイン課税の実施であり、その年の総収入金から取得原価と譲渡経費を控除した金額の二分の一を所得に総合して課税されることになった。

ついで二三年の税制改正にあたって、「所得税法の一部を改正する等の法律」（昭和二三年七月七日法律第一〇七号）によって、個人の配当所得に対し一五％の控除が認められたが、有価証券移転税の大幅な税率上げが実施された（七月七日）。有価証券移転税は、その前二二年税制改正で二一年一月一日実施の税率を二倍に引き上げたが未施行のま

ま推移していたのをさらに二倍としたので、税率は急騰した⁽¹⁾。これは、同時に創設された取引高税を有価証券には課さないかわりに、同税との均衡を図る趣旨が含まれていたためであった。

なおこの間、取引所の清算取引に課せられる取引税について、「取引所税法」を改正して二回税率を引き上げているが、終戦後の証券取引は実物取引であったため、証券には取引税は賦課されなかった。

みぎのような戦後の証券関係諸税の大幅な増徴の中で、証券業界は証券市場育成、大衆投資の促進という見地から、とくに有価証券移転税および譲渡所得課税に対し、廃止ないし税率引下げを繰り返し要望した⁽²⁾。その趣旨は、有価証券移転税については、証券投資を優遇して産業資金調達を容易にするため税率を引き下げ、かつ、証券売買の仲介を業務とする証券業者への課税を廃止すること、有価証券の譲渡所得課税については、その捕捉が困難なところから、証券民主化の要請にこたえ、かつ不公平な課税を避けるために全廃することなどであった。

二 「シャープ勧告」と証券税制

二四年九月に発表された「シャープ勧告」は、総合累進所得税を中核にすえ、個々の税が相互関連をもつ近代的租税体系に变革するねらいをもち、公平の見地を徹底して貫くと同時に、資本蓄積を税制面から重視した税制改正を提案した⁽³⁾。この中で証券関係税制も構造的な改変をせまられた。

「勧告」の証券関係税制に関する考え方は、次のようなものであった。「勧告」の引用に付された括弧内のページ数は、司令部から発表された和英対訳の『日本税制報告書』による。

「勧告」は一貫して「根本的には、法人は与えられた事業を遂行するために得られた個人の集合である」(一〇五ページ)とみる法人擬制説のうえに立って法人からの配当所得と利子所得を次のように関連づけている。まず、預金利子の源泉選択課税の廃止を提案し、これによって「富裕な投資家に銀行預金を回避させ、その結果銀行などでは引受けられぬ株式その他の有価証券の購入の類に投資させるといふ好結果が生ずるであろう。これによって現実に資本の拡張に用いられ得る種類の資金が調達されることになるのである」(一〇〇ページ)と投資家の資金が銀行預金から株式へと移行するような税制を提案した。そして配当課税については、「すべての法人がその利益全体を直接配当の形で分配し、納税者が受取った配当を完全に申告するならば、問題はないであろう。かりに法人の利益が関係株主の所で課税されるとする限り、法人に対しては、いかなる課税も行ふ理由はないであろう。しかし法人は、以上のように直接に全部の利益を配当しない。結局、もし法人に対しては課税されず、利益が配当されるときにのみ個人たる株主が課税されるとするならば、個人企業に比して法人企業が有利となるように差別待遇されることになる。(中略——引用者)この配当が非常に長く延期されるならば、それに相当する個人所得税の延期は殆んど課税を完全に放棄するのと同様の特典となるであろう。更に、本報告書の他のところで勧告されているように譲渡所得を全部課税所得に含むということにしないならば、株主は、その個人所得税を更に一層減少することができるのである。すなはちかれは、配当を貰うよりもむしろ自分の株式を売り、譲渡所得の形で法人の留保利益の分前を得てしかもより軽い税を支払うことができる」(一〇六ページ)という考えから、具体的には法人の利益に対して有する株主の持分に対して定率三五%の法人税を課税し、個人たる株主が申告する際この法人税との重複分を控除する趣旨で、配当の二五%相当額を控除して課税することが提案された。配当控除は二三年の所得税制改正で一五%を認められていたが、「勧告」の提案は

法人擬制説を根拠に二重課税を避けるという意味をもったところに画期的意義があり、また、源泉選択課税を廃された利子所得課税に比して株式の配当を優遇したものと見えよう。

一方、譲渡所得に対しては、「キャピタル・ゲインを全額課税し、キャピタル・ロスを全額控除するのでなければ、近代的累進所得税を有効なものとすることはできない。現行法の規定では、キャピタル・ゲインの五〇%しか課税所得に算入されていない。これは愚劣にも、投機的投資に特惠を与えるものであって、正常な利子、配当または法人組織化されていない営業の正常な利潤という形で果実を生ずるような投資を犠牲としているものである」(九一ページ)とし、シャープ税制の総合課税方式の根幹にふれる問題として全額課税を提案した。そしてこのキャピタル・ゲイン課税を徹底するためにあらゆる種類の資産の匿名保有に制約を加えることを主張し、「株式の裏書はこれを一月以内というように限定し、これを過ぎたときは、新株主は株主名簿に記載されなくてはならぬことにする」(付録B一八ページ)と株式の名義書換えを強制する提案をした。そして有価証券移転税については「本税は主として直接税が今日の段階にまで発達していなかった時代から歴史的に伝わってきたもので」「それを正当づけることは難しい」(二七七ページ)と廃止の方向をうち出している。

みぎの「シャープ勧告」による提案は、株式の名義書換えの強制の部分のをぞいて、すべて二五年の税制改正によって実現した。すなわち、「所得税法の一部を改正する法律」(昭和二五年三月三十一日法律第七一号)、「法人税の一部を改正する法律」(同日法律第七二号)、「有価証券移転税法を廃止する法律」(同日法律第七三号)によって、左の諸改正が行なわれ、いずれも二五年四月一日から施行された。

- (一) 利子所得については従来どおり二〇%の源泉課税が行なわれ、他は源泉選択課税(従前六〇%)を廃止してすべて総合課税とする。
- (二) 配当所得に対する源泉徴収(従前二〇%)を廃止し、配当所得総額を所得に算入して計算した所得税額から配当所得の二五%相当額を控除する(従前一五%控除)。
- (三) 法人の受ける配当または剰余金の分配は法人税の課税標準の計算上益金に不算入(従前は算入)。
- (四) 有価証券移転税の廃止。

しかし、「シャープ勧告」に対して、もっとも反対の多かったのは預金利子に対する源泉選択課税の廃止および無記名証券の廃止であった。⁽⁴⁾ 有価証券の名義書換えの強制に対しては、二四年一二月に証券取引委員会事務局から「株式の流通に重大なる影響を及ぼし、誠に憂慮すべき事態をもたらす」旨の「意見書」⁽⁵⁾が提出されたのははじめ、SCLC、経済団体連合会、証券業協会、証券取引所など各方面から反対意見がよせられた。⁽⁶⁾ 二四年秋以降株価が急落し、既述のように証券市場の救済が資本調達の間からも重要課題となり、証券市場救済策の一つとして、「シャープ勧告」にある株式の名義書換え強制措置を見合わせる⁽⁷⁾ことが各界の強い要望となつてあらわれたのである。

しかし、「シャープ勧告」の全面実施は司令部の固い方針であった。大蔵部内ではこの強制登録問題の法制化について種々検討の結果、結局「有価証券等に関する課税の適正を図るための法律案」および「株式名義書換えに関する法律案」の二法案を作成し、所得税、法人税等に関するいわゆる「シャープ税制改革」諸法案と同時に二五年二月一四日の閣議に提出した。⁽⁷⁾ 前者は、「有価証券または預金等の権利者および株式の移転の事実を明らかにして課税の適正化を図ることを目的とする」(第一条)法律案で、無記名公社債等の登録、郵便局もしくは金融機関の無記名又は不真正名義の預貯金の禁止および証券譲渡の際の三カ月以内の名義書換えなどが規定されていた。また後者は、「株式名

義書換を簡易且つ迅速にし、株主等の利便と株式取引の円滑を図るとともに、株式名義書換の代行を業とする者の登録等に関し必要な規定を設けることを目的とする」(第一条)法律案で、株式名義書換代理人制度の創設を規定していた。この二法案は、二月一四日の閣議で若干の字句修正のうえ閣議決定された。なお、閣議決定後の司令部の法令審査の結果、二月二〇日、有価証券を譲渡した場合の強制登録の期間を、原案は三カ月(「シャウプ勧告」は一月を提案)であったのを司令部の指示によって二カ月に短縮する訂正を行なっている。⁽⁸⁾

その後、この二法案の国会提出は見送られていたが、三月三二日に至って「株式名義書換に関する法律案」のみが、まず第七国会に提出された。そして、「有価証券等の課税の適正を図るための法律案」については、昭和二五年四月一八日付で、左に掲げる文書が池田蔵相から吉田首相にあて提出され、四月二一日の閣議で「有価証券等に関する課税の適正を図るための法律案廃案の件」が閣議了解された。⁽⁹⁾

有価証券等に関する課税の適正を図るための法律案の国会提出の取止について

さきに二月十四日閣議決定となつた有価証券等に関する課税の適正を図るための法律案については、今般関係方面から無記名公社債の登録方法及び株式の名義書換の促進方法について更に検討を要する旨の指示があつたので、これを本国会に提出することを見合わせることにし、施行の時期及び方法等については、今後更に研究することと致したいから、先に送付した法律案の返戻方御取り計らい願いたい。

こうして、司令部の了解のもとに公社債、株式の強制登録に関する法案は、四月二一日閣議で廃案となつた。なお、無記名預貯金の廃止については、すでに行政措置により新規預貯金については二五年一月一日から、従来の分については二五年九月三〇日限りで廃止する措置がとられた。⁽¹⁰⁾ また、第七国会に提出された株式名義書換代理人制度創

設に関する法案は、四月八日衆議院を通過し参議院におくられたが、審議未了によって事実上廃棄となつた。大蔵省主税局はシャウプ使節団に提出した資料「有価証券等に関する課税の適正を図る措置に関する問題について」において、証券の強制登録に関する法案の国会未提出の経緯について述べたあと、この法案についての賛否の意見を次のようにまとめている。⁽¹¹⁾

右の法律案に対しては、特に株式の名義書換の強制、無記名公社債の登載制について賛否の意見が鋭く対立したが、その要点は、次の通りである。

一 法律案に対する反対意見

(1) 株式の名義書換の強制について

(イ) 現在のわが国の会社の事務能力からすれば、株式の買受人が名義書換を二月内にしなければならぬということは、技術的に著しく困難であること。

(ロ) 名義書換の強制は、証券の流通を著しく阻害し、惹いて産業資金の円滑な調達を困難ならしめ、企業の再建を遅らせること。

(ハ) 株式に対する投資意欲を減殺せしめ、一層株価の下落を来し証券業者の営業を困難ならしめること。

(ニ) 名義書換期間の制限を強行しても、譲渡所得を正確に捕捉することは困難であること。

(2) 無記名公社債の登載制について

無記名公社債の登載の強制は、無記名公社債の経済的妙味を失わせ、殊に社債による長期資金の調達を困難ならしめ、経済再建に重大な影響を及ぼすこと。

二 法律案に対する賛成意見

- (1) 今次の税制改正の根本をなしている課税の公平と適正を図るためには、凡ゆる源泉から発生する所得を総合的に課税する必要があり、特に譲渡所得の全額課税は今次改正の根幹をなしているから、有価証券の売買を通ずる譲渡所得の把握すべきを期することが緊要であり、また富裕税及び相続税においては財産の所有者及び財産移転の事実を明確ならしめておくことが必要である。これらのためには、無記名公社債の登載制と記名株式の名義書換の強制の措置が絶対必要であること。
- (2) 株式の名義書換に相当の手續を要する事は事実であるが、名義書換代理人の制度を設ければ相当円滑に行い得ること。
- (3) 名義書換の強制のために、株式の流通は若干制約されるであろうが、株式の投機的売買を目的とせず、真に株式投資を行おうとする者については、これにより株式取得を制約されることはあり得ないこと。

三 「シャウプ勧告」以後

前述したように「勧告」は整合性をもった一つの体系をなしており、部分的な取換えは認められないという見地を持っていた。シャウプ使節団は二五年七月再来日して第二次「勧告」を作成したが、第一次「勧告」のうち未実施の預貯金の名寄せと株式名義の書換えについて、脱税防止のための具体的措置を提案し、これを「付録」に掲載する予定で用意した。しかし、司令部の内部において日本の各界に反対の多いこの提案は見合わずことになり、二五年一月末に発表された「付録」からは除外された⁽¹²⁾。また、「勧告」で「富裕税の新設は、譲渡所得に対する全額課税を確保するに与って力がある」(付録B一八ページ)と指摘された富裕税の施行に際しても、株式、預貯金等に関する調書の会社、金融機関からの提出義務は、実行上とりやめられた⁽¹³⁾。

こうした情勢の中で、この時期には産業資金調達を容易にするための証券政策が各界でとりあげられていたことは既述したが、その一環として、配当利子課税、譲渡所得課税の改正がとりあげられた。また、政府部内でも資本蓄積のための財政金融対策が検討された。たとえば、経済安定本部で立案中であった「自立経済計画」の財政金融部会が二五年一月二五日にまとめた「資本蓄積のための財政金融対策(案)⁽¹⁴⁾」では、証券税制に関連して次のような具体的対策が提案されている。①利子課税についての源泉選択制の採用、②長期預金利子税率の逡減、③無記名定期預金制度の存続、④株式譲渡所得課税の際の元本追及の廃止、⑤配当金所得に対する源泉選択制の採用。これらは二六年から二七年にかけてつぎつぎに実現した。

まず、二六年度税制改正の一環として第一〇国会で成立した「所得税法の一部を改正する法律」(昭和二六年三月三〇日法律第六三号)によって、預金利子等利子課税の源泉選択制が復活し、五〇%の税率で源泉課税を選択できるよう改正された(二六年四月一日施行)。

次いで、二六年度補正予算に伴う税制改正の一環として第二二国会で成立した「所得税法の臨時特例に関する法律」(昭和二六年一月三〇日法律第二七三号)によって、二七年一月一日以後受け取る配当に対し利子所得と同様二〇%の源泉徴収が実施されることになった。これは実際の配当所得の大部分が申告されずに脱税され、法人所得の増大―支払配当金の増加―配当所得の増加という一般的傾向のもとで、所得税負担の公平が著しく損われると考えられたからである⁽¹⁵⁾。

なお、二六年には「証券投資信託法」(昭和二六年六月四日法律第一九八号)によって証券投資信託の収益分配所得に対する所得税課税について、個人には一五%控除後総合課税、法人には六〇%の益金不算入が定められたが、二七年

一月一日から配当所得とともに二〇%の源泉徴収が行なわれることになった(昭和二六年一月三〇日法律第二七三号)。
 みぎのように、「シャープ勧告」における証券税制の体系の一端が、つぎつぎと崩れてゆく中で、「シャープ勧告」が「キャピタル・ゲインの全額課税、キャピタル・ロスの全額控除こそはわれわれの勧告の中で最も強調されているところなのである」(九一ページ)と述べている譲渡所得の全額課税そのものに対する改正の要望、すなわち株式の譲渡所得課税の廃止の要請が高まった。証券業界は二二年四月にこの課税が開始されて以来、株式譲渡所得は捕捉が困難で証券民主化を阻害するという理由で廃止を要請していたことは前述した。二六年七月三〇日、東京証券取引所、日本証券業協会連合会および東京証券業協会の連名で株式譲渡所得課税廃止ないし改善について関係各方面へ提出された要望書⁽¹⁶⁾は、投資信託制度の再開や、信用取引制度の開始等、大衆投資資金を資本市場へ導入し、資本市場の強化、直接投資の促進を図ろうとする立場からみて、同税が株式投資をチェックするという考えに立っていた。その要旨は、①譲渡所得の把握に必要な資料の蒐集が困難である、②課税が不公平に行なわれる惧れがある、③徴税地区により取扱いが不均衡になる、④本税に対する事業会社の調査事務が煩雑である、⑤損金の差引きは実際上困難である、⑥二重課税となることがあり、税額が過重である、⑦株式譲渡を不動産譲渡と同一に取り扱うのは不当である、⑧徴税のための費用と徴税額とが釣り合わず収支償わない。また投資者の側からみて、①投資意欲を減殺する、②心理的悪影響から株価暴落の原因となる、③納税者は徴税機関に対して非協力的になるといふものであった。
 その主張内容は、当然のことながら、証券業界の利害を直接反映するものが少なくなかったが、直接投資を促進し、資本蓄積を促そうとする政策的要請や、当時の経済事情からして、株式譲渡の全額課税は実情にそぐわないという判断が大勢をしめていた⁽¹⁷⁾。

二七年一月一二日、貨幣大試験で下阪した池田蔵相は、造幣庁における記者会見において講和発効後の財政金融方針について、最大の課題は資本蓄積の増強にあるとして、そのため、

- 一 無記名定期預金の実施は理論的には好ましくないが、実際はやってしかなるべきなので目下総司令部と折衝中である。
- 一 株式の譲渡所得の課税は米国でも五分の一程度なので、無記名定期預金の場合と同様全廃するかまたは課税上特別の措置を講じたい。

と述べた。⁽¹⁸⁾

そしてまず、二七年税制改正の一環として第一三国会で成立した「所得税法の一部を改正する法律」(昭和二七年三月三〇日法律第五三三号)によって、さきに第一二国会で成立した臨時特例の平年度化とともに、租税負担の軽減と資本蓄積に資する目的をもって、譲渡所得全般に対しての全額課税をあらため、一〇万円控除した後の金額を課税所得とするよう改正した(二七年四月一日施行)。

さらに、有価証券譲渡所得課税の全面廃止(ただし營利を目的とする継続的行為、大量売買については事業所得として課税される)および有価証券取得税の創設という証券税制の全面的改正は、講和発効後最初の税制改正でとりあげられ、実現したのは昭和二八年八月であった。

以上のように、証券市場にかかわる税制は「シャープ勧告」によって、徹底的な改正をみたのであるが、結局は日本の実情にそぐわないという理由から、つぎつぎに改正が重ねられ、「勧告」の意図したものが次第に修正されていくことになったのである。具体的には、戦後日本経済の資本蓄積構造の金融的特質をなしていた間接金融機構に対して、司令部およびシャープ使節団がねらった直接金融機構(証券市場)の強化による資本蓄積の促進という理想が、結

局は現実の前に後退を余儀なくされたことを示している。表面的には、経済政策をつうじて資本蓄積構造の変化を誘導するということの限界が示されたと理解される。とくにその場合、税制改革が経済政策手段として一定の効果（たとえば、証券市場の育成）は期待されるものの、そこには明らかな限界が存在していたと理解されよう。むしろ、戦後復興期という経済混乱の極において、短期間にわたる税制改革の効果を云々することは拙速のそしりを免れないであろう。独立後の経済成長期におけるより詳細な検討が必要とされる問題である。

(1) 有価証券移転税の税率の推移は左表の通り。なお、取引所閉鎖中も集団売買市場が取引所とみなされ、「第二種甲」の有価証券移転税は証券会社を通じて徴収されていた（梅原稜協和証券社長の口述による）。

施行日	昭12. 4. 1	昭21. 12. 1	昭23. 7. 7
第1種	国債0.01% その他0.02%	0.05%	株券0.2% その他0.1%
第2種	国債0.02% その他0.04%		株券0.4% その他0.2%
甲	国債0.04% その他0.08%	0.1%	株券0.8% その他0.4%
乙	国債0.02% その他0.04%		株券0.4% その他0.2%

(注) 第1種は有価証券仲買人を買受人とする売買取引による移転。第2種は第1種以外の移転。第2種甲は取引所の実物市場（23年改正で「証券取引所」となる）における売買取引による移転、同乙はその他。

- (2) 『東京証券業協会十年史』、三〇九—三一〇ページ、『東京証券取引所一〇年史』、二二五—二七ページ。
- (3) くわしくは『昭和財政史——終戦から講和まで——』第八卷「租税(2)」第一・二二章参照。
- (4) 同前、一二八—二九ページ。
- (5) 「株式の名義書換を強制することに対する意見書（証券取引委員会事務局長、昭和二十四年二月二四日）」（大蔵省資料Z五二六—二八—一）。
- (6) 「株式名義書換の強制に対する各界意見（理、経二五、一、六）」（同前）。
- (7) 「閣議資料（二五年二月一四日）」（大蔵省資料Z二〇三—三三）。
- (8) 総理府所蔵「公文類集」昭和二五年、廃案一。
- (9) 同前。

- (10) 「有価証券等に関する課税の適正を図る措置に関する問題について」（大蔵省主税局「シャウプ税制使節団提出資料集その一」昭和二五年度、二二五—二九ページ）。
- (11) 同前。
- (12) 『昭和財政史——終戦から講和まで——』第八卷「租税(2)」、二二〇—二三ページ。
- (13) 同前、四八八—八九ページ。
- (14) 『昭和財政史——終戦から講和まで——』第二二卷「金融(1)」、五一五—二二二ページ。
- (15) 林健久「日本の証券税制」（『証券研究』第一〇巻、昭和四九年三月）、四〇五—四一〇ページ。
ちなみに、昭和二五年度の所得税統計によれば同年の配当金約二〇〇億円中、所得として申告された配当金額はわずか三六億円にすぎなかった。
- (16) 『東京証券取引所一〇年史』、二二八ページ。
- (17) たとえば、二六年の中告納税所得のうち、有価証券譲渡所得の申告はわずか〇・四五%であり、これはごく一部のまじめな納税者の申告に依存しており、大部分は課税をまぬがれていたといわれている（林健久前掲論文、四二三—四二四ページ）。
- (18) 『日本経済新聞』昭和二十七年一月一三日。

表4-6 投資信託評価損の実態（昭和23年6月末）（単位：千円）

区 分		国 債	社 債	株 式	閉鎖機関・ 外地証券	合 計
野村証券	帳簿価格	24,544	17,706	152,749	42,177	237,176
	時価	16,684	8,629	174,505	0	199,818
	評価損	7,860	9,077	△ 21,755	42,177	37,358
山一証券	帳簿価格	13,239	13,946	69,142	33,656	129,982
	時価	8,970	6,365	70,408	0	85,743
	評価損	4,269	7,581	△ 1,266	33,656	44,240
日興証券	帳簿価格	6,136	6,809	35,055	12,842	60,842
	時価	4,240	2,567	37,133	(←) 336	43,605
	評価損	1,896	4,242	△ 2,078	13,178	17,238
大和証券	帳簿価格	8,421	12,971	50,190	17,383	88,965
	時価	6,165	7,913	40,280	0	54,359
	評価損	2,255	5,057	9,909	17,383	34,606
合 計	帳簿価格	52,339	51,432	307,137	106,058	516,965
	時価	36,059	25,474	322,326	(←) 336	383,525
	評価損	16,279	25,957	△ 15,190	106,394	133,442

(注) 1. △印は評価益。
 2. 「閉鎖機関・外地証券」欄のうち、野村証券、山一証券は閉鎖機関証券を含み、日興証券、大和証券は外地証券のみである。
 3. 時価は23年6月末現在であるが、大和証券は7月13日である。
 出所：大蔵省資料 Z511-286.

第五節 投資信託制度の再開

一 旧投資信託の解散

投資信託制度がわが国にはじめて導入されたのは、昭和一六年一月であった⁽¹⁾。太平洋戦争勃発直前の非常時にあって、経済統制の強化とともに一般事業会社の業績は悪化し、株式市場は不振をきわめていた。しかし、財政資金需要と軍需産業会社の産業資金需要はともに増大しつつあったから、証券市場の拡大が急がれていた。政府が「有価証券引受業法」(昭和一三年三月三十一日法律第五四号)第四条の規定に基づいて、有価証券引受業の兼業として投資信託の設定を許可したのは、このような事情を背景にしていた。最初に許可をうけたのは野村証券であり、同社が委託者となり、野村信託を受託者として投資信託が設定された。その後、一七年一月に、共同、川島屋、小池、山一、藤本の五社が日本投資信託株式会社を受託者として投資信託の募集を開始した。この受託者である信託会社の業務は、「信託業法」(大正一二年四月二一日法律第六五号)上の特定金銭信託に該当するものとされていた。なお戦時中、投資信託委託会社のうち共同、川島屋両証券は日興証券に、小池、山一両証券は山一証券に、藤本証券は大和証券にそれぞれ合併または吸収されたから、終戦時の委託会社は、野村、山一、日興、大和の四証券会社であった。この投資信託は終戦の昭和二〇年八月まで募集され、ユニット数にして一三五、金額にして五億二八〇〇万円が集められた。信託期

間は一ユニットの三年を除き、他はすべて五年であった⁽²⁾。

投資信託は、終戦後募集を中止していたが、受益証券の信託期限の五年が過ぎつぎと到来する時期を迎え、契約期限の二カ年延長を認める措置が採られた。その理由は、①投資証券には、外地、閉鎖機関、制限会社および特別経理会社関係の証券が多く、その処理に困難が伴ったこと、②投資信託契約には、解散時に元本が不足した場合、不足額の二割を証券会社が補償するという約款があり、証券の値下がりがあると証券会社の損失が増大すること、という点にあった⁽³⁾。

表4-6は、昭和二三年六月末の投資信託の資産状況である。四社合計の

表4-7 投資信託契約高（昭和23年7月現在）
（単位：千円、千口）

委託会社	受託会社	設定額	口数
野村証券	野村銀行	244,000	490
山一証券	日本投資信託	127,500	255
日興証券	〃	61,000	122
大和証券	〃	90,000	180
計	—	522,500	1,047

出所：前表と同じ。

評価損は一億三三四万円に達し、うち一億六三九万円、八〇%が閉鎖機関の社債および株式ならびに外地の地方債、社債および株式で占められている。これは戦争による負の遺産であった。

昭和二三年七月に現存した投資信託の契約高は、表4-7のように合計五億二二五〇万円であって、右の評価損は契約高の二〇%に達していた。

ところで、投資信託受益証券の資金化はきわめて困難であった。二二年三月、
「金融緊急措置令」の適用をうけ、受益証券は封鎖された。そのため二三年七月に封鎖が解除されるまで、譲渡あるいは売買によって資金化する道が絶たれ、投資受益権者は預金者や金銭信託者等に比し著しく不利となった。そのため、投資信託の受益権を主たる資産とする人々から、資金化の途を開くよう陳情があった。これに対し大蔵省銀行局は、「金融機関整理緊急措置法」(昭和二年八月一五法律第六号)、

「金融機関再建整備法」(昭和二年一〇月一九日法律第三九号)に基づく金融機関の最終処理、再建整備計画が完了する見通しがついたので、特定金銭信託である投資信託もこれと歩調を合わせ整理する必要があるとの考えのもとに、二二年秋以来投資信託の一部支払など、なんらかの現金返済措置を講じるよう、当業者に具体案提出を依頼した。そして、二三年三月、金融機関の最終処理が完了した時点で、投資信託の期限二カ年延長申請に対する回答を留保し、具体的処理案の提出を待つ措置がとられた。⁽⁵⁾

こうした情勢の中で、証券取引委員会は二三年七月、投資信託解散の具体的方法について検討した。⁽⁶⁾そして同年七

月下旬、証券取引委員会主催のもとに、関係証券業者の会議が招集され、投資信託の解散方針を決定した。この会議で決定された解散の理由は次の点にあった。⁽⁷⁾

- (一) 経済界全般の再編成がほぼ完了したのに、未だに投資信託制度のみは戦時中の残滓をそのまま留めていること。
- (二) 受益証券の保持者は大多数少額の投資者であるに拘らず漫然たる期限延長により換金も出来ず配当もなく甚だ不利な状態に陥っていること。
- (三) 近く新投資会社法(仮称)の制定が考究される予定であるが、その受益証券と従来の受益証券との観念の混同を生じ新投資会社の健全な発達を期し難い虞があること。

しかし、解散にあたっては証券の換価等に問題があるとして、その解決を次のように行ないたい旨証券業者から要望が出された。⁽⁸⁾

- (イ) 国債の価格処分の問題については証券業者は国債価格のバーで物納の受益証券と交換する。
- (ロ) 社債及び株式の処分については証券業者は之が買戻資金の融通斡旋を受ける。
- (ハ) 外地株式の払込については証券業者は解散後此の義務が発生した場合に払込資金がなくて困ることになるから斯る株式を無償にて日銀又は政府が引き受ける方法を講じて貰う。
- (ニ) 右の場合、元本に損失を生じ、二千万円位を補償しなければならないからこれについても金融を受けたい。

それぞれの要望事項については、担当部局で検討されることとなったが、銀行局は、社債・株式の処分のための融資は返済のめどがつかないため、實際上困難であるとの判断にたち、金融機関の最終処理と同様、証券市場の実状に
応じて証券を売却し、支払可能な金額を支払うのが望ましいという考えに立っていたため、要望の実現はいずれも困難とみられた。⁽⁹⁾

こうして、これら投資信託は満期日の到来にかかわらず解散できないまま翌二四年に入ったが、折から急速に活況を呈しつつあった証券市場を背景に、各社の投資信託は活発な投資運用を展開し、償還の見通しが立つようになった。その結果、当該証券会社は、二四年三月以降、証券取引委員会の監督のもとに、一年以内に投資信託を解散する計画を立て、右計画に基づいて全投資信託の解散が二五年二月末をもって完了した。その清算の状況は次のとおりである。⁽¹⁰⁾

	最高	最低	平均
(一) 受益証券（一口五〇〇円の払戻額）	八四二・六八（税引）	四〇〇・一三（〃）	五四一・九八
(二) 委託者（証券会社）の報償額	六、三九六、四八二円		
(三) 〃（〃）の補償額	四、八八九、九九七円		
(四) 結成時から解散時までの運用利益額	六四、六六〇、〇〇〇円		
(五) 結成時から解散時までの運用損失額	一九、二四一、〇〇〇円		

二 新投資信託制度の成立

旧投資信託の処分問題が未解決のまま検討されている間、大蔵省証券取引委員会は、一方で新たな投資信託制度の構想をねっていた。これは証券民主化の線にそった投資の大衆化というねらいだけでなく、放出株式の処分、株式市場の救済等、前述のような株式市場をめぐる問題の対策の一環として検討された面がよかつた。

昭和二三年七月、大蔵省は「投資会社法案制定要綱⁽¹¹⁾」を作成し、次の理由により法の制定作業をすすめることとした。すなわち、① S C L C の大量な証券処分の消化のため、個別投資の不安を回避し、危険分散の機能を果たす投資会社の設立が必要であること、② 外資導入の手段として、投資会社の参加証券に外資が投入されることは望ましいこと、③ 「証券取引法」により、金融機関の証券引受業務が禁止されたので、証券引受部門を担当する機関として投資会社が必要であること、④ 「独占禁止法」で法人の持株制限が定められているので、企業支配に関係ない投資会社の設立によって法人の余剰資本を導入し、企業再編に寄与しうること、などである。

同時に、「投資会社法案要綱試案⁽¹²⁾」が作成されたが、それは次のようなものであった。

投資会社法案要綱試案（昭、二三、七、六）

一、投資会社の定義

本法において投資会社とは、有価証券（証券取引法第二条第一項及び第二項に規定する有価証券をいう。以下同じ。）より生ずる収益の獲得及びその元本の保全を図ることを目的として資金を有価証券に投ずることを主たる営業とするものをいう。但し、発行証券の所有者が百人以下で、且つ、当該発行証券が公募されないものは、これを除外する。

二、投資会社の種類

投資会社を左の二種類に分類する。

(一) 第一種投資会社

株式資本により調達された資金を以て、有価証券に投資することを主たる営業とするもの

(二) 第二種投資会社

委託者として、受託者と投資信託契約を締結し、当該投資信託契約に基づいて発行される受益証券の所有者の計算におい

て、有価証券に投資することを主たる営業とするもの

三、投資会社の登録

- (一) 投資会社は、登録しなければ営業を営むことはできない。
- (二) 登録申請会社は、登録に先立ち予め定款、投資信託約款及び登録届書に記載する投資に関する基本的事項につき、証券取引委員会の承認を受けなければならない。
- (三) 投資に関する基本的事項とは(イ)発行証券の買戻に関する事項(ロ)借入金に関する事項(ハ)社債又は優先株の発行に関する事項(ニ)証券引受業務に関する事項(ホ)特定の産業に対する投資の集中に関する事項(ヘ)投資の分散に関する事項(ト)不動産、商品の売買に関する事項(チ)貸付に関する事項(リ)保有投資証券の買換に関する事項等をいう。

(以下略——引用者)

右の「試案」は、アメリカの一九四〇年の「投資会社法」に範をとって構想されたもので、株式、社債を発行して得た資金をもって証券投資を行なう会社型の投資会社(第一種投資会社)と信託契約等に基づいて組織される契約型投資会社(第二種投資会社)を併行して設立しようとするものであった。

右の方針に沿って、大蔵省は法案制定の準備のため、二三年八月一九日の省議決定を経て、証券取引委員会に投資信託法定準備調査会を設置した⁽¹³⁾。同調査会は、関係官庁、学識経験者、証券業界および金融業界のうちから大蔵大臣が任命する協議員および幹事で構成され、第五国会への提出をめざして、「証券投資会社法案」の検討に入り、「法案」は二四年二月には一応決定案がまとめられたようである。その内容は次のようなものであった⁽¹⁴⁾。

- イ、この法律は、有価証券に対する信託的投資の制度を整備することにより、一般投資者の有価証券に対する投資を容易にし、且つ、その投資者の保護を図ることを目的とし、証券投資会社と証券投資委託会社とを対象とする。

ロ、「証券投資会社」とは、有価証券に投資することを主たる営業とする株式会社をいい、証券業者及び金融機関を含まない。

証券投資会社の発起人及び証券投資会社については、登録制をとり、資本金は千円以上であつて、引受業務を営み得るものとし、役員については兼任を制限しその業務については、投機行為を制限し、分散投資を強制し、借入金を制限し、兼業を制限し、又特別関係人に対して一定の行為を制限する。

ハ、「証券投資委託会社」とは証券投資信託業を営む株式会社をいい、登録制をとる。資本金は五百万円以上とし、証券投資信託元本は千円以上とする。受託者は信託会社に限るものとし、分割受益権、受益証券及び受益権者集会に関して一定の規定を設け、役員については兼任を制限し、業務については、投機的行為の指図を制限し、分散投資を強制し、引受の指図を禁止し、借入金を制限し兼業を禁止する。

ニ、その他、課税上の調整、私的独禁法との調整規定等を設け、監督官庁は、証券取引委員会とする。

右の「法案」と前掲の「試案」との相違点は、会社型投資会社が証券業者および金融機関を含まないものとしたこと、委託型投資会社の受託者を信託会社に限ったことなどにあつた。この法案に対して証券業界は、投資会社が引受業務を兼営することは「証券取引法」第六五条の趣旨に反し、危険を伴うものであるとして反対の意向を示し、また、司令部経済科学局は、証券投資委託会社を証券業者に兼営させる点について、証券業者の売買操作と投資信託の運用が混同されやすく、受益者保護の点で弊害があると難色を示した⁽¹⁵⁾。結局、この法案の第五国会上程は見送られた⁽¹⁶⁾が、その後も大蔵省を中心に司令部に対して投信再開の交渉が続けられた。

翌二五年一月には、株式市場救済の緊急対策の一環として、見返資金をも活用して証券投資会社を設立する案が大蔵部内で立案された⁽¹⁷⁾。それは次のようなものであった。

証券投資会社設立に関する件(昭、二五、一、二八)

- 一、次の要領に依り証券投資会社を設立すること。
 - (一) 資本金は二十五億円とし、民間資本十五億円、見返資金十億円を以つてこれに充てること。
 - (二) 右会社に対しては市中金融機関(興銀を含む)より保有株式を担保として五八億円程度の融資を行うこと。
 - (三) 会社は、右(一)及び(二)の資金をもつて市場にある過剰株式を買上げて一時保有すると共に今後行われる事業会社の増資に際し消化困難な株式を一時引き受けるものとする。
 - (四) 右会社はその保有する株式について株主議決権を行使しないものとする。
- 二、証券保有会社に対して融資を行った市中金融機関に対しては次の通り資金的援助を与えること。
 - (一) 保有会社に融資を行った金融機関は必要により日本銀行から融資を受け得る途を開くこと。(要すれば担保の株式を日本銀行に対する添担保とすること。)
 - (二) 見返資金又は預金部資金をもつて適当な金融債券を引き受け又は市中銀行に対する預託を行うこと。
 - (三) 閉鎖機関の保有資金の一部を活用することを考慮すること。
- 三、証券業者の顧客に対する信用の供与(供与率五〇%程度)を認め早急に「レギュラーウェイ」の完全な実施を実現せしめること。

右の案も陽の目をみなかったが、株式不況の深化のなかで、投資信託復活の要請は官民あげての声となって高まってきた。証券業界も復活賛成にまともりつつあり、二五年秋には、経済同友会、東京商工会議所がそれぞれ推進方を決議した。こうした情勢の中で池田大蔵大臣は、二六年一月二六日、第一〇国会における財政演説で「投資信託の復活をも準備中」であることを表明した。⁽¹⁸⁾

二六年に入っても、大蔵省を中心にまとめた投資信託復活案に、司令部は未だ難色を示した。大きな難点は、証券会社の投資信託兼営という点であったが、実際の運営についても、日本案が戦前制度を基礎にした契約型(ユニット型)であったのに対して、司令部はアメリカで普及しているミューチュアル・ファンドに固執した。そのほか、期中解約、元本保証、無記名等を示唆し、日本にこれらを採用するよう主張したのである。これらの諸点については、日米双方の意見に完全な食い違いがみられたから、結局、両者の歩み寄りによる以外になかった。すなわち、契約型については日本の経験と実情からしてやむをえないこと、期中解約は採用するが、元本保証は不可能なこと、投資者にとって有利な無記名制度は投信の普及という観点から採用するという事に落ち着いた。このような交渉難航から推察されるように、司令部は、投信復活にはきわめて消極的であり、結局、同法案を議員立法のかたちで国会提出するならば、黙認するという態度をとるに至った。⁽¹⁹⁾かくして「証券投資信託法案」は二六年五月、第一〇国会に参議院の各派共同提案として提出され、五月二五日に参議院を通過し、二六日に衆議院本会議を通過成立した(昭和二六年六月四日法律第一九八号)。⁽²⁰⁾

「証券投資信託法」による新投資信託制度は、次のような点に特徴があった。

- (一) 戦前の制度が単独法をもたず、信託業法による特定金銭信託の一種とされていたのに対して、戦後のそれは単独法を根拠とする制度として確立され、委託者、受託者、受益者の法的地位が明確にされた。
- (二) 第一条に「……証券投資信託の受益者の保護を図ることにより、一般投資家の証券投資を容易にすることを目的とする」と規定し、投資者保護を前面にうち出した。⁽²¹⁾戦前の投信が、もっぱら戦時国民貯蓄増強の一環として戦争経済拡充という国策的見地によるものであるのと、いちじるしい対照をなしている。
- (三) 無記名、買戻し、部分解約等、流動性が保証され、戦前の完全なクロスロード・エンド型にくらべてオープン型

表4-8 投資信託と銀行預金・生保資産の比較 (単位：百万円)

年 末	投資信託		銀行預金 残高(B)	生命保険 運用資産 額(C)	A/B (%)	A/C (%)
	設定額	現在高(A)				
昭和26	13,300	12,592	1,506,308	49,289	0.8	25.5
27	33,644	37,758	2,223,820	71,022	1.7	53.1
28	59,982	76,664	2,707,612	97,865	2.8	78.3

(注) 生命保険運用資産額は年度末の計数(『保険年鑑』昭和28年度、付録12ページ)。

出所：日本銀行統計局『本邦経済統計』昭和31年版、43、175ページ。

表4-9 投資信託組入株式と金融機関の株式保有の比較

(単位：億円)

年 月 末	投資信託 組入株式 (A)	主要金融機関株式保有残高 (B)	主要金融機関株式保有残高					A/B (%)
			銀行	信託	生保	損保	その他	
昭和26年12月	116	359	125	4	139	84	7	32.3
27年6月	199	442	154	4	168	105	11	45.0
27年12月	366	605	197	5	209	130	64	60.4
28年6月	527	764	262	6	258	170	68	68.9
28年12月	711	879	313	6	295	196	69	80.8

(注) 組入株式、株式保有残高は簿価による。

出所：証券投資信託協会『証券投資信託年報』昭和31年版、48ページ。

金融機関と違って、投資信託はその資金の大部分を株式投資に向けることになるから、株式市場だけに限っていえば、その資金量は相対的に大きく、影響力も自然大きいものにならざるをえなかった。表4-9は、投資信託の組入株式と金融機関の保有株式残高とを比較したものであり、これによれば、諸金融機関中最大の株式投資機関である生命保険会社と比較してみても、投資信託は二七年六月末に早くも生命保険会社を凌駕し、二八年末には全国主要金融機関の株式所有額合計に迫る勢いをみせているのである。

右のような投資信託の急速な発展は、極度な不振、株式需給関係の構造的なアンバランスに苦しんでいた株式市場にとって、きわめて重要な意味をもったのであって、個人投資者の相対的後退をカバーしつつ、株式の投資

に近づいた。

(四) 戦前が、元本に不足ある場合、二〇%の補償が特約され、途中解約なしの五年期限という長期貯蓄的性格が強かったのに対して、証券投資としての性格が強められた。

(五) 運用に際しては、戦前のように、国債、株式等への投資を一定比率に規定せず、安定優良株式への分散投資を前提にするだけで、「独占禁止法」との関係から議決権行使、一会社株式に関する投資比率に制限が設けられていくにすぎない。

三 投資信託の発足

「証券投資信託法」が二六年六月四日に施行されると、まず六月六日、野村、山一、日興、大和の四証券会社がただちに証券取引委員会に委託会社の登録を行ない、次いで同年八月までに大阪商事、大阪屋、大井の三社が登録を行った。こうして合計七社が投資信託の募集を開始したが、一口五〇〇〇円、期間二年、収益金分配年二回という条件であった。

初年度は、戦前の投資信託が、前述のような状況で多くの問題を残し、その償還をめぐる問題が大きかっただけに、その影響もあって当初募集は決して容易ではなかった。しかし、朝鮮戦争ブームによる景気好転に支えられて、募集はしだいに増加した。表4-8にみられるように、二六年は半年間で一三三億円を達成し、以後急速な伸びをみせ、二八年末には残高七六六億円をこえて、全国銀行預金の三%弱、生保運用資産額の八三%に達したのである。⁽²²⁾ 他

需要を構造的に支える役割を果たしたのである。すでに第三章第三節でみたように、昭和二四年以降、株式所有構造は、個人投資者の後退と金融機関、法人企業の拡大という、その後長期間にわたる傾向をみせはじめていた(四二一ページ表3-16)。昭和二八年末には、投資信託組入株式売買高は全国証券取引所売買高に対し、数量において一二・三%、金額において六・二%に達している。⁽²³⁾

先きのべたように、この時期の投資信託の伸びは、多分に朝鮮戦争による特需ブームを背景にしていた。発足して間もなかったことや、好調な募集、好調な投資成績にかくれて、制度、運営等にもなる問題や弱点等はまた表面化しないですんだ。それどころか、第一回の償還期が到来した二八年は、ブームの最中であり、ほとんどの期限到来投資信託が、額面の二倍を上回る一万円以上という高額価格で償還されたのである。しかし、これは、投資信託自体のもつすぐれた投資機関としての性格によるものではなく、むしろ異常なブームのおかげであった。昭和二八年にはすでに株式市場は反落に転じ、以後二九年、三〇年と不況を迎えることになった。投資信託も発足以来わずか四年目にして、極端な苦難期を迎えることになったのである。

- (1) 昭和一六年以前にも投資信託類似の投資機関があった。ひとつは昭和六年東京海上ほか三社の共同出資によるイースタン・トラスティズ・リミテッドで、ロンドン市場での有価証券投資を目的としていた。もうひとつは昭和一二年、藤本ビル・ブローカー証券のはじめた有価証券投資組合であった。前者は特定の投資者に限られていたから投資信託とはいえなかった。後者はその性格が投資信託に近かったが、信託業法上の合同運用信託に類似していたため問題が多く、一五年秋には発展的解消をとげた(『第一回理財局証券年報』昭和三八年版、一〇四ページ)。
- (2) 同前、一〇五ページ。
- (3) 「投資信託の解散に関する件(案)」(証委二三、七、一三)(大蔵省資料Z五二一―二八六)。
- (4) この間、若干の受益証券の譲渡が行なわれたが、価額は額面を大きく下回った。たとえば、野村証券が買い入れた投資信

託受益証券(額面五〇〇円)の月別平均買入価格は、昭和二二年六月は二九九円、同年二月は二〇〇円、二三年六月は三三五円にすぎず、同社が二〇年一月から二三年八月までに買い入れた受益証券総額は八八一九口、三一三万円で、平均単価三五五円、額面の七〇%にすぎなかった(「投資信託受益証券月別買入明細表(野村証券株式会社)」、同前)。

- (5) 「投資信託の取扱に関する件(昭二三、九、一五)」(同前)。
- (6) 「投資信託の解散に関する件(案)」(証委二三、七、一三)」(同前)。
- (7) 「投資信託の取扱に関する件(昭二三、九、一五)」(同前)。
- (8) 同前。
- (9) 同前。
- (10) 「証券取引委員会報告書」昭和二四年度、一〇三―一〇四ページ。
- (11) 大蔵省資料Z五二一―二八六。
- (12) 同前。
- (13) 大蔵省資料Z六一〇―四。
- (14) 「証券取引委員会報告書」昭和二三年度、一一五ページ。なお、二四年二月五日文書課でまとめた「第五回国会提出見込大蔵省関係法律案件名一覧」によれば、「証券投資業法案」は「局内にて審議中、司令部未交渉」となっている(大蔵省資料Z五二六―一五―四)。
- (15) 『東京証券取引所一〇年史』、二三七―三八ページ。
- (16) 証券取引委員会「第六国会想定問答」昭和二四年一月(大蔵省資料Z五二六―一―二五)。
- (17) 「緊急証券対策要領(案)」(昭二五、一、二七証券取引委員会)、「証券投資会社設立に関する件(昭二五、一、二八)」(大蔵省資料Z五二六―二八―一)。
- (18) 印刷局『大蔵大臣財政演説集』、六二九ページ。
- (19) 当初、証券取引委員会では「証券取引法の一部改正」による構想であったが、司令部の反対にあって単独法によることになった。また、司令部が同法の制定に消極的であったのは、日本側の主張する契約型の成功に疑問をもち、失敗の責任を司令部が負うことをおそれたからであり、そのため日本政府が受益者に損害をかけないよう指導し、責任を持つならば黙認す

- るといふ条件つきであったといわれる（『東京証券取引所一〇年史』、二三九―四〇ページ、『野村証券株式会社四〇年史』、二五八―五九ページ）。
- (20) 同法案は、山本米治参議院議員他八名の自由、民主、緑風各党の共同提案によったが、大蔵委員会では、米英での実情、証券会社の委託会社兼業問題、投資者保護問題等に質疑が集中した。参議院本会議において大矢半次郎議員は法案説明で次のように述べた。「……本案は、資本蓄積促進の要請に応ずる一方策としまして、証券投資信託制度を確立し証券投資信託の受益者の保護を図ることにより、一般投資者による証券投資を容易にし、証券市場の安定、長期産業資金の調達を容易ならしめようとするものであります。……」（『第一〇国会参議院会議録第四六号』昭和二六年五月二六日）。
- (21) 昭和二八年八月には、同法が改正されて受益者保護をより徹底するというねらいから、投資信託委託会社の設立が登録制から、ふたたび戦前のような免許制にきりかえられた。
- (22) 昭和二七年六月から追加型投資信託、いわゆるオープン型が発足した。これは、投資者側からは自由な時期に売買ができるといふ利点があり、証券業者側からは期間拘束がなく、弾力的運用が可能という利点があつて、しだいに発展した。しかし、昭和二八年末現在では五億九三〇〇万円（大蔵省調べ）と、この時期ではまだ濫觴の域を出なかつた。
- (23) 『第一回理財局証券年報』、昭和三八年版、四四五ページ。

昭和財政史——終戦から講和まで—— 第14巻

昭和54年 3月30日発行

編者 大蔵省財政史室

発行者 中井義行

発行所 東京都中央区日本橋本石町1の4 東洋経済新報社

郵便番号 103 電話03(270)4111(大代表) 振替口座東京3-6518

©1979 <検印省略> 落丁・乱丁本はお取替えいたします。
Printed in Japan

3333-6244-5214