

# 株式市場の構造とその変化<sup>(1)</sup>

金融研究部 主任研究員 川 北 英 隆

## 《要 旨》

1. 株式市場は依然として成熟市場への発展途上にある。この視点から、エポックである1965年前後の証券不況期と、今回のいわゆるバブルの時代について、個別現象とその経済的な背景を比較し、リスク管理、市場分析などに資することとする。
2. 証券不況期には、市場取引制度の不透明性、証券会社の役割の不透明性、スパイラル的な価格形成などの多くの問題があった。そのうち最大の問題は、証券会社が株式の買いポジションを、それも市場金利で調達した資金を用いて形成し、相場を作ったことである。これらは、証券取引法の改正などを経て一応の改善をみた。
3. バブルの時代は、現在の株式市場が依然として、証券不況期と同様の構造にあるという事実を明らかにした。その最大のものは、かつての証券会社の株式買いポジションと類似のポジションを、金融機関が形成したことである。つまり、金融自由化の中で資金調達コストが上昇して市場金利に接近しているにもかかわらず、意図したとは言えないまでも実質的に、その高コストの資金を用いて株式の持合い・安定保有を強化したことがそれである。また証券会社も、株価が上がれば収益も増えるという固定・売買金額ベースの株式売買委託手数料体系や、損失補填というオフバランスでの株式買いポジションの形成など、証券不況期と同様の体質を維持していた。
4. 現在の株式市場の最大の問題点は、金融機関の株式保有が膨大になっており、金融自由化・金利自由化の流れとそぐわず、極めてリスキーになっていることである。自己資本概念の整理、区分経理など内部管理体系の充実、リスク管理の高度化などによって、金融機関の行動を是正することが望まれる。自己株式取得問題も、このような金融機関のリスキーな株式の保有をいかに是正し、本当の意味での機関投資家として機能させていくかを検討する中で考えなければならない。

## 1. 問題意識

### a. 本質的な問題意識

1990年以降の株価の急落が日本の経済と金融に多大な影響を与えたことは、周知のとおりである。では、今後の株式市場はどうなるのか。

数年内に、株価が史上最高値を更新したり、また投資収益率が過去の場合と同様、名目国民総生産の伸び率の何倍もの水準に戻るのなら、この3年弱の株価の下落は単なる「良い経験」、「良い教訓」として、好々爺の話しのように語り継がれることだろう。しかし、本当に株式は、一段と輝かしい金融商品として、かつての地位に返り咲くのであろうか。また、そう考えて投資を行っていくのだろうか。これが本質的な問題意識である。

### b. アプローチに関する問題意識

ところで、株式市場を見る視点には、歴史的に制度の推移を追跡するものと、ポートフォリオ理論的・数値的に分析するものがある。このような視点による分析は、株式市場の望ましい方向と、そのための改革案の提示のための予備作業となることもある。

さて、これらの視点のうち、現在ではCAPM(Capital Asset Pricing Model)に代表されるポートフォリオ理論が広く知られるようになったことと、そのような理論に基づいた投資の有効性が認知されるようになったことから、歴史的な視点の方が軽視されるようになっている。また、歴史的な視点に基づく分析の客觀性をどのように保持するのかが難しいことも、軽視されつつある大きな要因であろう。

ところで、ポートフォリオ的・数値的な分析の視点は、一般的には株式市場の効率性や完全性を前提とするものである。すなわち、銘柄の業績などの情報は市場関係者にあまねく行きわたっており、投資家は市場に等しくアプローチできる機会を持ち、また個々の投資家や市場関係者は市場価

格に対する影響力を持たず、さらにはどのような状態が自己にとって最も満足がいくのか（つまり最適なのか）よく知っている、というような前提である。

しかし、このような前提是正しいのであろうか、もしくはどこまで普遍性があるのだろうか。昨年来の話題である「損失補填」や「飛ばし」は個人投資家と“機関投資家”<sup>(2)</sup>との間に、市場へのアプローチや影響力という点で大きなギャップのあることを示した。また、インサイダー取引規制が施行されたものの、依然としてそのような取引の噂は絶えない<sup>(3)</sup>。また、ディスクローズなどの点での課題も多い<sup>(4)</sup>。先物市場やオプション市場の活用にしても、個人に対する制約は非常に大きいし、機関投資家にとってさえ利用しづらい取引制度になっている<sup>(5)</sup>。たしかに、日本の市場はアジアに比べればポートフォリオ理論で前提としている状態に格段に近いであろうが、アメリカに比べればどうであろうか。

さらに大きな問題は安定的な株式保有構造であろう。この保有構造の特徴は、株式を独立した投資対象として認識しないということである。つまり、株式投資のための資金コストを十分意識していないか、株式以外の取引（金融取引でも実物取引でもかまわない）と合算して採算ベースに乗っていれば十分という考え方を貫いていたという状況である。

たとえば後者について、銀行などは、特金や金外信託を用いた最近の株式投資は別にして、過去に一旦保有した取引先の株式は原則として売却しないとされてきた。預金や外国為替などを含めた“総合的”かつ“長期的（先行投資的）”銀行取引関係の視点から、株式投資の採算性を判断してきたのである。これが、金融自由化以前の段階における、典型的な金融機関の行動であった。

通常の場合、株式の価値は1株当たり利益や金利などの、いわゆるファンダメンタルズによって測定される。DDM(Dividend Discount Model、

配当割引モデル) がその代表であるし、PER (Price Earning Ratio、株価収益率) もその一種である。ポートフォリオ理論もまた、このファンダメンタルズに基づく株式価値の測定と整合的である。しかし、日本の株式市場のように株式を独立した投資対象として認識しないということは、株式投資の価値に、これらのファンダメンタルズ以外の要素を加味するということにはかならない。

このような伝統的な日本の株式市場の善し悪しは別問題として、株式市場に対するポートフォリオ理論的な視点と分析には、とくに市場に対する制度的な提言を行おうとする場合、どこまで依拠しうるものなのか、慎重な検討が必要だろう。

とり急ぎ付言すれば、ポートフォリオ理論的な視点の否定を主張するつもりは全くない。むしろ、今後の株式投資にはポートフォリオ的な視点がより一層望まれるだろう。また、感覚的な投資判断や総合的な取引関係に基づく投資判断よりも、数値的な分析に基づくべきだし、株式のみを対象とした投資判断が求められよう。株式市場の制度も、そのような視点による分析と売買が通用するよう、整備していくべきである。

とはいって、そのような理想状態になっていない現実の市場に対して、またその限りで、現在の非理想的な状況がどのような経緯で生まれ、どのような問題をもたらしているのかを分析することの重要性が認められよう。これが付随的な問題意識である。

以上の2つの問題意識に基づいて、昭和40年(1965年)当時の証券不況と今回のいわゆるバブルの時代、この2つをエポックとする株式市場の構造とその変化について観察し、株式という金融商品に関する考え方の示唆を得てみたい。

## 2. 証券不況期とバブルの時代の比較

1990年初からの株価の下落とその後の低迷(以下ではバブル崩壊過程と言う)は、1961年7

月から65年7月までの4年間に及ぶ株価の下落過程(以下では証券不況期と言う)と対比されることが多い。たしかに、下落率とその期間の両面から判断するなら、証券不況期とバブル崩壊過程は際立っている(表1)。終戦直後の混乱期を除けば、この2つの期間が株式市場の重要なエポックとして位置づけられよう。

表-1 主要な株価の下落

下落期間	ピーク→ボトム	下落率(%)
1949/5~ 50/7	176.21 → 85.25	51.6
53/2~ 53/4	474.43 → 295.18	37.8
61/7~ 64/7	1829.74 → 1020.49	44.2
73/1~ 74/10	5359.74 → 3355.13	37.4
81/8~ 82/8	8019.14 → 6864.56	14.4
87/10~ 87/11	26646.43 → 21036.76	21.1
89/12~ (92/6)	38915.87 → (15741.27)	59.6

(注) 日経平均株価ベース

制度的な側面を含め、日本の株式市場全体の変遷を見てみると、次のような段階を経て発展しきっている。とくに、証券不況期を1つの区切りとすることにはあまり異論はないだろう<sup>(6)</sup>。

①1948年に証券取引法が制定され、49年に東京や大阪の証券取引所が再開されるまでの段階。  
②証券不況期と、それにともなう1964年の大蔵省証券局設置、65年の証券取引法の改正前後までの段階。

③バブルの発生とその崩壊までの段階。これはまた、金融自由化、国際化、証券取引法の見直しなどと密接不可分である。

なお以上のうち、当然ながら、③の区切りは現在も進行中であり、何年か先に振り返ってみないことには確定的なことが言えない。

ここではまず最初に、証券不況期という区切りにおいて証券市場はどのような状況にあり、それを経てどのように変化したのか、次にバブル崩壊過程という区切りではどのような状態にあり、証券不況期とどのような関係にあるのかを見ておきたい。

### (1) 証券不況期までの状況

証券取引所が再開された直後の戦後の混乱期から、1961年に株価がピークをつけた頃までの株式市場は、字義通りにドラマティックだったようである。今から考えれば不透明な取引も数多くあったものの、株式の買い集めによる企業乗っ取りも多かった。株式投資の目的には、インカムゲインやキャピタルゲインを直接に狙うものと、企業支配と経営参画を介して間接にそれらの収益を狙うものがある。終戦直後の株式市場は、ある意味では、企業支配権の売買市場としての活力を有していたと考えられる。

この当時の株式市場の特色は様々な観点から述べることができよう。ここでは、企業支配権としての株式、取引の透明性・公正性、価格の上昇と下落および証券会社の役割という4つの観点から観察する。

#### i 企業支配権としての株式；乗っ取りと持合い

##### a. 個人投資家の株式売却

戦後、財閥が解体され、それが保有する株式は「証券民主化運動」というスローガンの下に、1947年から51年にかけ、個人を中心に売り払われた。このため、証券取引所が再開された1949年度には、個人の株式保有割合（株数ベース、以下とくに断らない限り同じ）は69.1%に達していたのである。

しかし、当時の株式は個人にとってリスクの大きな資産であった。株式の配当利回りが10%を超えたこともあったし<sup>(7)</sup>、無配の株式が多かったこと<sup>(8)</sup>、株価の暴騰と暴落が繰り返されるというように変動性の大きかったこと（表2）などが、その間接的な証拠であろう。他方、個人の資金量は極めて零細であった。このため、個人の株式保有は安定的なものではなく流動性の高いものであり<sup>(9)</sup>、証券取引所の再開がちょうど売却市場を提供した形となり、結局、財閥の株式放出は株価の

表-2 株価変化率の絶対値上位500の日数の年ごとの分布

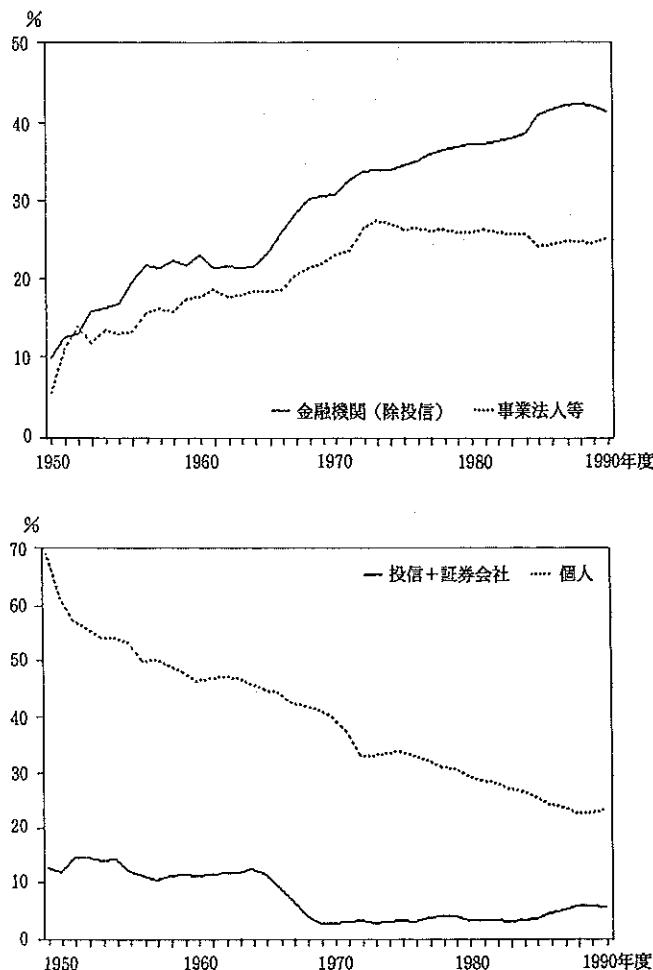
順位	年(19-)	回数
1	90	71
2	53	43
3	50	41
4	73	28
5	87	27
6	61	23
7	74	23
8	70	20
9	62	19
10	65	19
11	71	18
12	52	17
13	51	15
14	63	14
15	86	11
16	57	10
17	60	10
18	54	9
19	68	8
20	69	7
21	72	7

（出典）新井富雄「1990年の株式市場におけるボラティリティ上昇の特性に関する一考察」（『日本の株価変動に関する研究』日本証券経済研究所、1991年に所収）

下落を招いた<sup>(10)</sup>。このことは一方で、銀行や生保に対して、株価を支えるための買い要請の発令をもたらした<sup>(11)</sup>。これが、個人が売却した株式を、これらの金融機関が保有するようになった一つのきっかけである。それも、少し後で述べるように、旧財閥系列の金融機関の保有となったのである（投資家別の株式保有状況については図1を参照のこと）<sup>(12)</sup>。

また、1955年から56年にかけて、国際収支が黒字になり金融緩和となつたため、銀行や生保は高い配当利回りが得られる株式へ積極的に投資したが、これも金融機関の保有株を増加させる要因になった。

図-1 所有者別持株比率の推移



(資料) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」

### b. 株式の買い集め

しかし重要なのは、流動的な個人の株式保有が多いということは、株式の買い集めを容易にしたことである。1955年前後に株式の買い集めが盛んに行われ、大企業が上場企業の株式を買い集めるということもあったとされるが<sup>(13)</sup>、中でも陽和不動産事件、白木屋事件が有名である。

前者は、東京の丸の内一帯の不動産を所有していた陽和不動産の株式の35%程度が一個人によって買い集められたが、三菱系の11社がその株式を買い取った事件である。陽和不動産はその後、三菱地所に合併されている。この事件をきっかけに、三菱系各社の結束が強まったとされる<sup>(14)</sup>。

後者は、名門百貨店であった白木屋が、横井英

樹氏などによって55%買い集められた事件である<sup>(15)</sup>。結局、白木屋株は東急グループの五島慶太氏によって肩代わりされ、白木屋の店舗は現在の東急百貨店・日本橋店となった。横井氏はその後も、東亜石油、大協石油、東洋精糖などを買い集めたのである<sup>(16)</sup>。

このような買い集めへの対抗を目的として、また独占禁止法による株式保有制限が1949年と53年の2回にわたって緩和された<sup>(17)</sup>ことなどから、旧財閥系の金融機関や事業法人による株式取得が一段と進行した<sup>(18)</sup>。ちなみに、金融機関（投信を除く）の持ち株比率は1958年に22.4%、事業法人は57年に16.3%に達しているが、それ以降、65年頃まで頭打ちの状態になっている。いわゆる持合いの初期段階が、1958年頃までの時期に完成したと考えられる。

### c. 自己株式の違法な取得

なお、買い集めなどへの対抗が当時の上場企業の強い関心事だったことを示す事件として、自己株式を違法に取得していた事件がある。自己株式の取得は商法の制定以来、現在まで、原則として禁じられているが、1958年に約170社が違法に自己株式を取得していたとして摘発されたのである<sup>(19)</sup>。自己株式を取得した理由は、一つは増資に際して株価を一定以上の水準に保つため、もう一つは買い集めに対する防衛のためとされている。また、このような自己株式の取得が可能だった技術的な背景として、当時は実際の株式の保有者が名義の書き換えを行わずに証券会社の名義にしておくという、いわゆる（証券会社の）名義貸しが多かったからである。

## ii 公正な株式売買を目指して

### a. 取引の3原則

1948年に証券取引法が制定され、終戦以降、便宜的に行われてきた集団取引<sup>(20)</sup>に代わって証券取引所での取引が再開された。この証券取引所の再開に際して、GHQ (General Headquarters) は、

- ①証券取引所の会員は上場株式の売買を原則として証券取引所で行うこと（市場集中）、
- ②証券取引所での取引は取引時間の順に記録されること（投資家保護の目的）、
- ③先物取引（戦前の清算取引<sup>(21)</sup>）を行わないこと、

という3原則を要求した。これらのうち、①と②は現在も株式売買の原則として生きている。

しかし、現実の株式売買において問題が生じなかつたのかといえば、そうではない。権利株（ヘタ株）取引、集団取引の継続、PO (Private Offering) 取引、バイカイなど、証券取引所が再開された以降から証券不況期までに、問題を生じた売買制度がいくつかある。これらについて簡単に見ておく。結論だけを先に述べると、証券不況期までの株式売買市場は、投機色が非常に強く、また証券会社自身がそのような流れに深く関与していたこと、売買価格の透明性という観点からも問題が多かったということなどが指摘できよう。

### b. 権利株の取引

権利株（ヘタ株）取引とは、増資や（終戦直後の）第二会社発足に際して割り当てられた株式について、実際に株式が発行されるまでの間、その購入の権利だけを売買の対象とするものである。権利株の売買に際しては一定の証拠金を入れることとされていたが、現実には証拠金なしに、反対売買時点に差金だけを受け渡す形で決済されていた<sup>(22)</sup>。このため、極めて投機的だったし、市場集中原則にも反していた。

この権利株取引によって1950年に旭硝子が異常な人気となり<sup>(23)</sup>、最後には解け合い<sup>(24)</sup>の措置がとられた。この旭硝子事件の反省から、1950年11月に発行日決済取引が証券取引所に導入され、発行日以前の新株の取引所取引が可能になった。しかし、店頭での権利株の売買は後を断たず、1953年には株価の下落をきっかけに、権利株売買の専門業者が破綻するという事件が発生した。当時、証券取引所の会員業者は権利株専門業者をダミーに使って権利株売買を行っていたとされ<sup>(25)</sup>、証券業界全体に影響を及ぼした（いわゆるヘタ株事件）。このため、東京証券業協会は権利株売買の自粛を申し合わせ、いわゆるヘタ株売買はなくなったのである。

### c. 集団取引

次に、集団取引であるが、これは終戦直後、取引所取引が再開されるまでの間、便宜的な取引として始まったものであったが、証券取引所が再開された後も活発であった。先のヘタ株売買もその一種であるが、一方で非上場の現物株式も継続して集団取引の対象とされ、1949年に証券業協会が一定の基準を満たした企業の株式を「店頭売買承認銘柄」とする制度が設けられた。この集団取引は「成長株投資」としてブームを呼んだため、1958年頃から東京証券取引所の内部で半ば組織的に行われるようになり<sup>(26)</sup>、証券取引所が2つ以上の有価証券市場を開設できないという規定（証券取引法87条）に抵触する恐れが出てきた。

このため証券取引審議会は集団取引の組織化を審議し、「上場銘柄を2つに分けても一物一価の原則が成立する」との結論に達し、実際には1961年に証券取引所に第二部市場が設けられた。その後も成長株ブームは収まらず、第二部市場への公開ブームへとつながっていった。

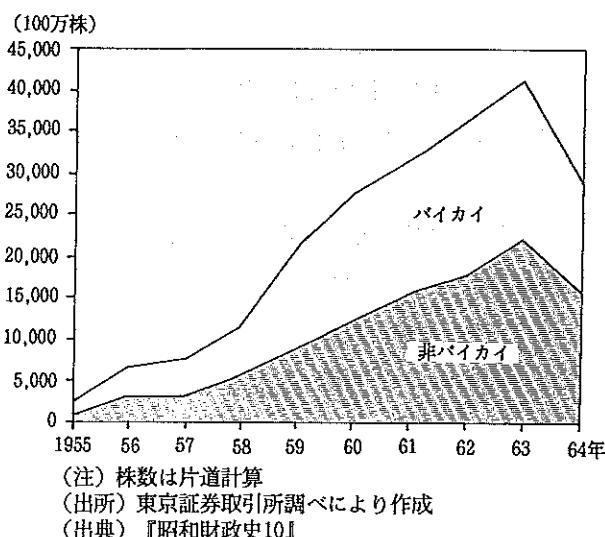
#### d. PO取引とバイカイ

PO取引は市場集中原則の例外として認められていた、証券取引所外での売買制度であった。大量の売却が証券価格に影響を与えるのを防止しようというのがPO取引の本来の目的であり、当初は大量の売却に限り認められていたが、1951年には証券取引所の業務規定の改定により、売買全体に拡大された。

このPO取引は売買価格の自由度が高かったため、投資信託への利用をはじめとして活発に用いられ、東京証券取引所の全売買量と比較して、1954年にはその30.6%、55年には24.5%に達し、市場集中原則に反するとの批判が高まった<sup>(21)</sup>。このため、1956年に売買価格などの規制が強化され、PO取引は激減した。

しかしPO取引の衰退と同時に、バイカイ<sup>(22)</sup>の利用が増え始めた。バイカイは、投資信託での売買、法人の大量の売買、大量推奨販売のための売買などに利用されたとされ<sup>(23)</sup>、バイカイ廃止直前の1年間では、東京証券取引所第一部の売買の43%を占めるまでに至っていた（図2）。

図-2 東証総売買高に占めるバイカイ



バイカイに対しては、戦前から用いられていたの売買手法であったし、大量の注文を処理するのに有効であり、大手証券会社を中心に擁護する意

見も強かった<sup>(30)</sup>。しかし一方、①市場内の競争売買の効率性低下と市場価格の代表性への疑問（つまり市場集中主義に反するとの主張）、②仕切りバイカイの場合に（証券会社の）利益相反の可能性があること、③時間優先売買の無視（自店優先になりやすい）、④中小証券会社の不利、⑤価格操作など不自然な価格付けがともないやすいことなどが指摘され<sup>(31)</sup>、1952年以降、8回のバイカイ規制強化を経て、67年に廃止されるに至った。

このようにPO取引とバイカイは市場から消えていったが、それに代わる取引手法をどうするかが問題となり、現在は代表的にクロス売買が用いられるに至っている。

### iii 株価の上昇と下落

1955年以降、61年までの日本経済は、58年の短期的な不況（いわゆるナベ底不況）はあったものの、神武景気、岩戸景気という2つの好景気を含み、高度成長を達成した。株価は1954年末からほぼ一貫して上昇を続け、61年7月に現在の日経平均株価（以下、株価指数は日経平均株価で示す）で1829.74円の最高値を記録した。この間、株価の上昇率は年率約29%であった<sup>(32)</sup>。しかしその後、証券不況期に突入し、逆に株価は1965年7月の1020.49円まではほぼ一貫して下落し、ついに山一証券などの経営破綻に至った。この間、株価の下落率は年率約14%であった<sup>(33)</sup>。これをPERでみれば、8倍程度だったものが、1961年のピーク時点には20倍台に達し、65年のボトム時点には再び10倍台にまで下がったのである。

このような昭和30年代の前半と後半の、対称的な株価の動きの背景は何か。景気の状況が1961年以降かんばしくなくなったこともさることながら、市場独自の要因として次の3つが考えられよう<sup>(34)</sup>。

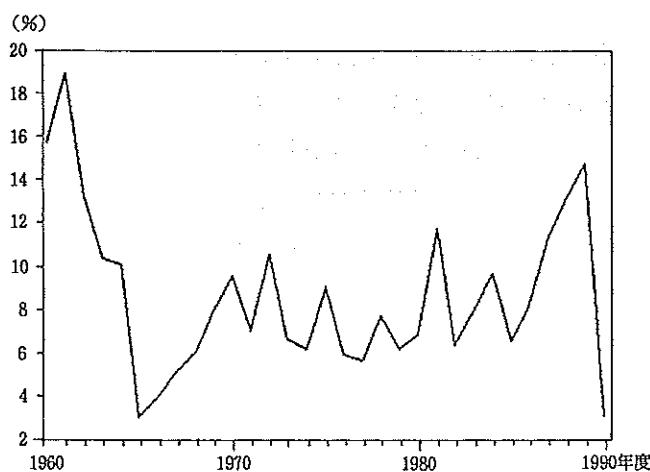
- ①増資などによる需給の悪化。
- ②証券会社の活発な自己売買とその資金調達システム。

### ③証券投資信託の役割。

#### a. 増資、株式公開の活況

上場会社の1960年の増資額は3573億円と、前年の1801億円に比べほぼ倍増した。さらに、1961年には6986億円とさらに倍増に近い状態になった。このような高水準の増資はそれ以降も1964年まで続いた。この間の増資額は、また株式市場規模に比べても極めて大きく（図3）、後で述べる投資信託に組み入れられた株式の売却とともに、需給を悪化させる主要な要因になったとされる。また株式市場の需給悪化の懸念以外に、当時の金融引締め政策の尻抜けになるとの懸念もあり、1965年に入って増資が一時的に中止されることになった。

図-3 エクティーファイナンスの推移



(注) 図は流通市場の大きさに対するエクティーファイナンス (EF) の量を示したもので、次の計算を行った。  
EF / (時価総額のうち個人・外人・証券会社・投信の保有分)

(資料) 東証「証券統計年報」、公社債引受協会「公社債年鑑」

増資に関して注意すべき点は、当時は額面発行増資（その結果、株主割当て）が主流だったということである。このため、増資によって新規に供給された株式は、当時市場の45%強を保有していた個人の手にも渡ることになった。これらの個人の株式は安定化していかなかっただけに、より一層供給圧力として働いたものと考えられる。

もう一つ、1961年に発足した第二部市場が人気化し、第一部市場に遅れて62年に価格のピークを付けたことも指摘しておく必要がある。また、このような第二部市場の活況は新規上場の増加を促した。たとえば東京証券取引所第二部の上場企業数は、市場発足当初の327社から、1964年末には608社にまで急増している。しかし、このような第二部の活況は急速にしばむことになった。東証株価指数（市場第二部）は、1962年の高値151.42から65年の安値59.76へと、第一部以上の下落を示した。山一証券が経営破綻した背景には、「法人の山一」が新規上場に熱心であったため、第二部市場の急落の影響を最も被ったこともあった<sup>(35)</sup>。

#### b. ディーラーとしての証券会社

次に、当時の証券会社はディーラーとしての役割が大きな割合を占めており、収益構造は「自己売買や推奨販売によって高収益をあげた」と認識されている。言い換れば、株式市場の価格形成に、マーケットメーカーとして積極的に関与していたのである。

先に述べたバイカイが取引所取引のうちの大きな割合を占めていたのも、証券会社の市場価格に対する影響力の現れである。なお、バイカイを使った推奨販売の方法は先に注29で示したとおりである。

証券投資信託の大量設定も、そのような流れの中で認識することができる（投資信託については後述する）。基本的には、投資信託と証券会社の株式売買における連携は少なくなかった<sup>(36)</sup>。

次に自己売買については、証券取引所における自己売買と委託売買の比率を表3で見ると、証券不況期まではほぼ拮抗していたことがわかる<sup>(37)</sup>。現在に比べ、証券会社の自己売買の割合は2倍程度の水準にまで達していたのである。また上記のように、当時の証券会社は投資信託と連動して積極的に売買を行っていたこともあり、市場全体の

売買回転率は高く、1960年には146%にも達していた。

表-3 自己売買と受託売買の割合

	(%)	
	受 託	自 己
1958～65	52.0	48.0
1966～75	69.6	30.4
1976～91	72.7	27.3

(資料) 東証「証券統計年報」

### c. 証券会社の資金調達

また、自己売買に関連して、当時の証券会社の体力からすれば、商品有価証券の保有が大きな金額に達していたことを指摘できる。1960年9月決算時点には証券会社全体での商品有価証券の保有量は自己資本の1.95倍、山一証券が破綻する直前の64年9月決算時点では1.70倍に達していた。一方、このような大量の商品有価証券を保有するための資金を、証券会社はコールや金融機関からの借入に依存した。また、借り入れた資金で保有する有価証券は株式であり、公社債は金利水準が政策的に低く抑えられており<sup>(39)</sup>、(また値上がり益が株式に比べあまり見込めないため)保有対象としては不適格であった。

このように証券不況期以前は株式保有のための資金を借入に依存していたため、証券会社の金融収支は、現在と異なり、支払超過の状態だった。見方を変えれば、株価が上がらなければ(キャピタルゲインを得られなければ)、商品有価証券を保有するための借入利息が負担となり、証券会社の収益は圧迫されるという構造が内蔵されていたことになる。いわば、証券会社自身が信用取引の買いと類似のポジションを大々的にとっていたのである。

この証券会社の借入に関してのもう一つの特徴は、運用預かり制度である<sup>(40)</sup>。運用預かりは証券会社の資金調達手段として自然発生的に生まれたものであって、1949年には証券取引法43条に基

づき、大手4社に兼業承認が与えられていた。その後、1955年に運用預かりの兼業承認基準が通達として出され、これに基づいて新たに10社に兼業が認められた(この10社は投資信託部門を持っていたため、投信10社とも呼ばれた)。さらに、1960年に基準が強化され、これに基づいてさらに5社に兼業が認められた(この5社は投資信託部門を持たず、運用5社とも呼ばれた)。

実際には証券会社は、顧客に金融債などの有価証券を販売すると同時に、それを預かり(消費寄託の形の受け入れで、無担保、無保証である)、証券会社自身の借入れの担保として使用するというものであった。なお、このように金融債などを借り入れるに際しては品借り料が支払われた<sup>(41)</sup>。

この運用預かり制度によって証券会社が果たした役割は、銀行为代表的に果たしている信用創造と類似のものである<sup>(42)</sup>。つまり、理論的に言えば、個人の顧客が有価証券を買い入れた場合、証券会社はその有価証券を担保目的で借りて金融機関から現金を調達し、その現金で有価証券の買いポジションを作り、さらにその有価証券を新たに担保

表-4 全国証券会社の運用預かり残高

年 月	残高(億円)
1957. 9	374
58. 9	627
59. 9	1,084
60. 9	1,461
61. 9	1,398
62. 9	2,092
63. 9	2,092
64. 9	2,491
65. 4	2,932
65. 5	2,765
65. 9	2,652
66. 9	2,535
67. 9	1,574
68. 9	901
68.12	772

(出所) 大蔵省調べ

(出典) 『昭和財政史10』

として現金を調達して……、という繰り返しが可能になり、証券会社としては相当大きなポジションを作れることになる。もちろん、この運用預かりを用いた“信用創造”には、担保掛け目が大きな制約となろう。

運用預かりの残高推移は表4のとおりである。これによれば、その残高は株価がピークを付けた1961年以降も増加を続けており、表面的には問題は発生していないかった。しかし、もしも運用預かり残高が減少に転じたならば、その運用預かりをベースに作り上げた株式ポジションを縮小しないかぎり、担保繰り・資金繰りに困ることになる。また、そのような株式のポジションを縮小するための株式の売却は、株価を崩すことになるし、さらに既存の株式を担保とした借入に担保不足を生じるさせる。加えて顧客に対し、株式売却を誘うことはもちろん、資金繰りのための公社債の売却なども招き、新たな運用預かりの減少に発展する恐れがある。この意味で、証券不況期の証券会社と株式市場は非常に脆弱な構造に依存していたことになる。

実際、1965年5月21日に山一証券の経営危機が西日本新聞のスクープとして報道されると、山一証券に対して投資信託などの解約、運用預かり証券の引き出しが殺到し、一種の取り付け騒ぎとなった。このうち、投資信託の解約は後で述べる日本証券保有組合などの買い支えでかなり対応できたが、運用預かりの引き出しへの対応はそれに比べてより困難だったとされる<sup>(43)</sup>。この運用預かり制度は証券不況期の決着がついた後、1968年に廃止された。

#### d. 証券会社に対するポジション規制

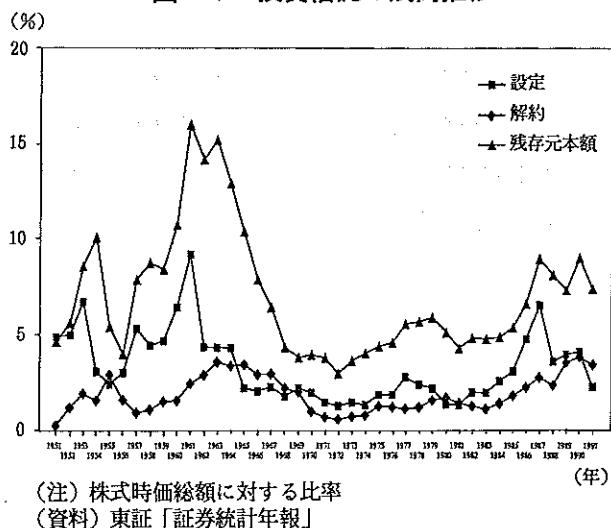
以上のような証券会社がかかえていた問題点に対して、監督官庁としての問題意識は早くからあったようである。それが鮮明な形をとりはじめたのは、1963年の大蔵省通達「証券会社の財務管理等について」(いわゆる坂野通達)であった。こ

の通達によって、固定資産、負債、運用預かり、商品有価証券などの上限が純資産額に基づいて定められた。しかし、「(通達で示された)基準に合致するように体質改善を進めることには無理があるので」<sup>(44)</sup>、時間的な余裕が与えられることになった。結局、証券会社の財務体質の改善・強化は、山一証券の経営破綻を経た後の、証券会社の免許制など、改正証券取引法の施行にまで持ち越されることになったのである。

#### e. 証券投資信託の役割

次の問題は、証券投資信託が証券不況期に果たした役割についてである。投資信託制度が発足したのは1951年であるが、その残高の推移をみると(図4)、1960年前後に急速に伸びていることがわかる<sup>(45)</sup>。

図-4 投資信託の残高推移



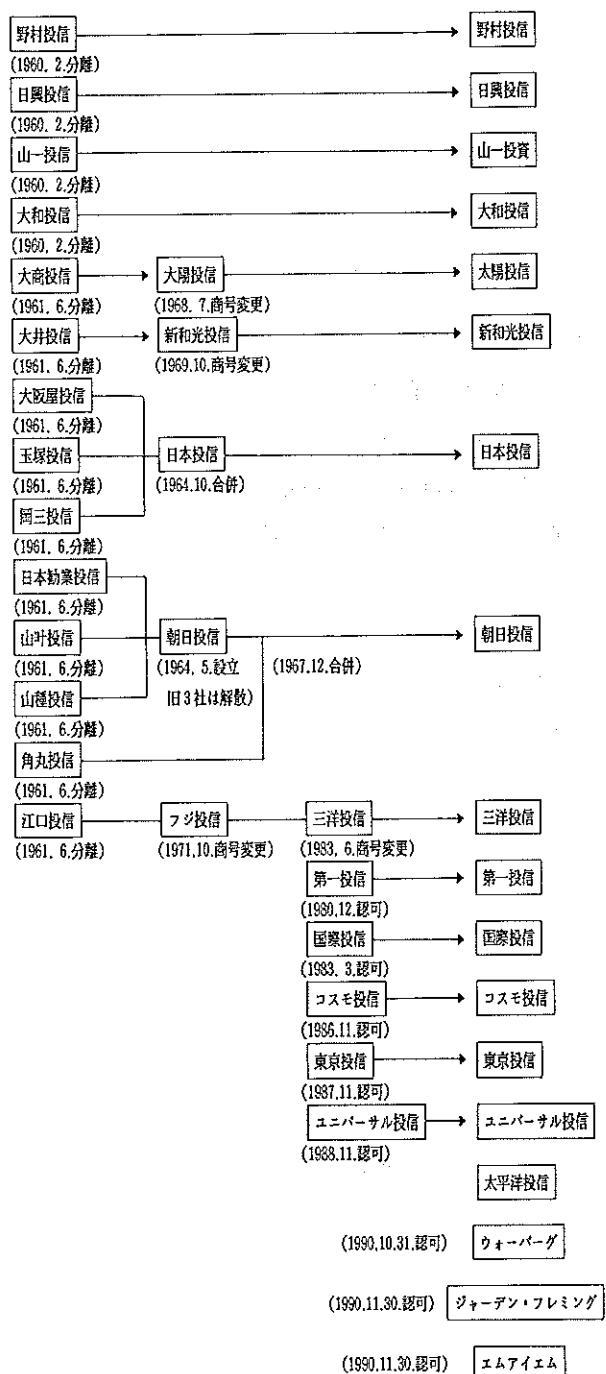
(注) 株式時価総額に対する比率

(資料) 東証「証券統計年報」

ところで、投資信託制度が発足した背景には、先に述べたように、株価対策への期待があったことは確かである。このためもあり、当初は証券会社が兼営を行う(つまり本体で投資信託の委託業務を行う)ことが認められていた<sup>(46)</sup>。しかし、証券業務と委託業務は異質のものであり、かつ利益相反の可能性があることから、1960年以降、各証券会社は委託会社を新設し、その新会社に委託

業務を営業譲渡した（表5）。さらにまた、このような分離は形式上のものだったため<sup>(47)</sup>、委託会社株式の分散、常勤役員の兼任禁止などの措置が追加された（大手4社の場合は1964年に完了）。その後も、委託会社の独立性を高める措置が継続してとられたというのが事実である。

表-5 投資信託委託会社の変遷



（出典）『日本の株式市場』

さて、このような投資信託は、「ともすれば投資信託を（証券会社の）本業のために利用する雰囲気を醸成していた」<sup>(48)</sup>。折しも、株式市場が好調に推移したため、図4でみたように投資信託の残高が急増し、フローとストックの両面で株式市場に対する影響力を高めたのであるが<sup>(49)</sup>、その資金量と株式市場に対する影響力は証券会社の営業政策の中に組み入れられた。たとえば、コール市場に放出された投資信託の余資は“ヒモ付き”の形で証券会社に取り入れられていたし<sup>(50)</sup>、バイカイを用いて証券会社と投資信託の間で株式が売買され、一種のマーケットメイクがなされていた<sup>(51)</sup>。さらに、証券会社がコールとして取り入れた資金は株式取得の資金として使われていたのは先述のとおりである。なお、運用預かりで調達した金融債などはコールの担保として用いられていた。以上、投資信託は証券会社の別動隊としての役割を果たしていたとも見られる。

1961年をピークに株式投資信託の残高は、新規設定の減少と解約の増大とともに、減少に向かった。株価が上がるから投資信託を買う、投資信託の残高が増加するから株価が上がるという循環が停止し、むしろ逆の循環が生まれたのである。証券会社にとっての資金繰り（コール資金の取り入れ）の逼迫と、投資信託の解約に対応するための組み入れ株式の売却の必要性が生まれ、それが株価の圧迫要因となったのである。そして、株価が下がれば、投資信託の解約がさらに発生することになった<sup>(52)</sup>。このような株価の連鎖的な下落は、借入に依存して株式のポジションを形成していた証券会社の収益を悪化させることは当然である。なお、投資信託の解約がすぐに株式の売却を迫った要因としては、株式の組み入れ比率が高かったため、資金繰りに余裕のなかったことも大きい。

もう一つ指摘しておく必要があるのは、1961年1月から募集が開始された公社債投資信託である。公社債投資信託の目的は新発債の消化にあり、実際、当初は新規に発行された事業債の半分以上

が投資信託によって消化された<sup>(53)</sup>。しかし、公社債投資信託は、「実質的に元本保証であり、しかも応募者予想利回りは1年物定期預金よりも1%以上高い。そのうえ解約自由で、解約時には応募者予想利回りに基づく理論価格での買取りが約束されており、相当程度の流動性も備えていた」<sup>(54)</sup>ため、当初は事業法人の買い入れなどもあり爆発的に伸びた。しかし、その年の7月に公定歩合が引き上げられ、金融が引締過程に入ると解約が増加した。この結果、解約に見合う債券はとりあえず証券会社がかかることになり<sup>(55)</sup>、資金繰りの圧迫要因になるとともに、最終的な売却に際して損失を発生させた<sup>(56)</sup>。

その後、1962年に公社債投資信託が非課税貯蓄の対象となつたことから、個人投資家の買い入れによって残高は増加した。しかしながら、1961年当時の残高減少とともに発生した損失という傷は残り、それが証券不況の遠因になったとされる<sup>(57)</sup>。なお、当時の債券の売却の多くは買い戻し条件付きだったとされる<sup>(58)</sup>。

#### f. 株式の買い支え

1961年からの長期にわたる株価の低迷は、63年3月の公定歩合の引き上げ、7月の坂野通達、同ケネディ米大統領の利子平衡税提案（いわゆるケネディ・ショック）、11月のケネディ大統領暗殺という株式にとっての悪材料の続出により、決定的なダメージを受けた。また、サンウェーブ（1964年12月）、山陽特殊鋼（65年3月）という大型倒産が発生し、景気の後退が顕著になったことも効いた。このため、株価の下落に対する懸念が高まり、様々な株価対策が打ち出されたのである。

たとえば、①増資調整（1961年11月に増資等調整懇談会が再開され、さらに65年2月から9月まで増資が全面停止された）と新規上場の制限（1964年）、②生保や銀行の株式買い出動（もしくはこれらに対する買い出動要請）、③銀行が証

券会社に対し公社債担保金融を株価対策として実施（1962年）、④投資信託に組み入れられた公社債を担保した証券会社に対する銀行貸出（1963年）、⑤日本証券金融による信用取引の更新差金の緊急融資（1963年）、⑥株式配当に対する源泉分離選択課税制度の導入要請（1965年実現）、⑦日本証券金融を経由した証券会社に対する日本銀行の貸付制度の開始（1962年、63年実施）<sup>(59)</sup>などがあげられよう。

しかし、このような対策によても株価の低迷を食い止めるることはできず、より直接的な対策として、まず銀行業界が大蔵省と協議しつつ、1964年1月に日本共同証券（株式会社組織。ディーリングを専門に行う証券会社として大蔵省に登録）が設立された<sup>(60)</sup>。日本共同証券は、1964年3月から65年1月まで、合計1905億円の株式を株式市場（ただし第一部のみ）から買い入れた。これは、当時の株式時価総額の2.5%程度に相当する。

ただ日本共同証券は株式市場からの買い入れが主体であり<sup>(61)</sup>、投資信託の解約にともなう株式の売却に直接対処することが困難であった。また、1年間の活動にともなって資金的にも限界に達していたこと、さらに証券業界に日本共同証券のような“銀行主導の株価対策”に対する反発があったことなどが背景となり、1965年1月に証券業界によって日本証券保有組合（民法上の任意組合）が設立された<sup>(62)</sup>。

日本証券保有組合の目的は投資信託と組合員（証券会社）の保有する株式を肩代わりすることにあった。なお、証券会社からの株式の買い入れは、当該証券会社が将来に買い戻しすることを条件としていた。日本証券保有組合は1965年1月から7月まで、証券会社から501億円、投資信託から1827億円（当時の投資信託の時価総額の23%）<sup>(63)</sup>の株式を買い入れた。それらの資金のうち、2156億円は日本銀行が日本証券金融を通じた貸出として供給したものであった。つまり、日本銀行の資金によって、投資信託が保有していた株式

を肩代わり・凍結し、株価の下落を防止しようとしたのである<sup>(61)</sup>。

#### iv 証券会社の役割；ディーラーからブローカーへ

以上のような終戦から証券不況期までの株式市場を証券会社の役割という観点から眺め、この節のまとめを行っておこう。

山一証券の経営破綻に象徴される証券不況は、当時の株式市場が業者中心に相場形成されていたということの現れであるというのが一般的な解釈であり<sup>(62)</sup>、これは先に見てきたとおりである。戦後、株式市場の規模と証券会社の業容は拡大した。とくに、1961年の株式ブームに至る過程では、証券会社は積極的な経営を行い、店舗や陣容の増強が相次いだ。とはいえ、一方で証券会社の淘汰があったことも確かで、登録証券会社数は1949年の1127社から61年には590社へと減少している。

1961年以降の株式市場の低迷は、それまでの証券会社の、相場に依存した経営の転換を促すとともに、証券業界内の淘汰を一層明確なものにした。その象徴的な事件が山一証券の経営破綻と、それへの対処としての日本銀行の（日本銀行法第25条に基づく）特別融資の決定である<sup>(63)</sup>。その決定は1965年5月28日であった。このように証券会社の危機に対して日本銀行が行動を起こしたのは、ある意味では証券取引が大衆化し<sup>(64)</sup>、さらに企業が資金調達手段として株式市場を組み込みつつあったからであろう<sup>(65)</sup>。

また、この日本銀行の特別融資が決定される4日前に改正証券取引法が公布され、証券会社は登録制から免許制へと移行することになった。1964年6月に大蔵省証券局が発足したことと併せ、証券行政が強化されることになったのである。証券会社に対する規制は坂野通達以来、ポジション規制に重点を移した。とくに、「証券会社の商品有価証券に属する株式保有限度基準等について」

(1967年)という通達で、免許を付与するに際して、ブローカー業務をメイン業務とみなし、それに必要な限度内で商品株式の保有を認めるという方向が示された<sup>(66)</sup>。さらに、運用預かり制度とバイカイの廃止は、この行政の方向に沿ったものと考えられる。

### （2）証券不況期以降

証券不況期を経過し、証券市場と証券業界は表面的には、それ以前と異なった姿を示すようになった。証券市場への海外投資家の参入と投資尺度の変質（配当利回りからPERへ）、資本の自由化とそれに対抗するための企業側の株主対策、時価発行増資などのエクイティ・ファイナンスの増加、証券会社の経営の安定化などがその代表であろう。ここでは、株式の安定化、証券会社の経営にスポットライトを当てて、証券不況期以降の株式市場の特徴を述べる。

#### i 株式の安定化の進展

旧財閥系企業による株式の安定化・持ち合いは1960年頃に一段落した。むしろ、証券不況期への過程で、金融機関の持ち株比率が低下するなど、安定化が緩むようなことも一部に見られた<sup>(67)</sup>。ちなみに、金融機関の持ち株比率は、投資信託の持ち株比率の上昇などもあり、1960年の23.1%をピークに63年の21.4%にまで低下した。

#### a. 市場の国際化

一方、外資法（1950年制定）上、海外からの株式投資への制約は徐々に緩和され、1962年に海外で日本株投資信託（ジャパン・ファンド）が設定されるなど、第一次の日本株ブームが出現した。しかし、このブームは1963年のケネディ米大統領による利子平衡税の導入によって一時的に終わり、66年まで海外からの株式投資は停滞することになった<sup>(68)</sup>。

とはいえるこの間も日本は、1964年に正式にIMF

(国際通貨基金) 8 条国に移行し、また OECD (経済協力開発機構) にも加盟するなど、経済の国際化への道を本格的に歩んでいた。証券不況期という時と同じくした“瞬間的な”カゲリが、日本の株式市場の国際化を表から見えないようにしていただけだったといえよう。株価が 1965 年 7 月をボトムに回復過程に入ると、国際化という現実がにわかに重みを持ってきたのである。

さて、日本が 1964 年に OECD に加盟した際に、67~70 年の間に全産業の 70~80% の対内直接投資の自由化（外国資本が製品の輸出だけでなく日本への直接投資も自由に行える）を図ることが目標とされ<sup>(72)</sup>、実際にも 1967 年以降、自由化が急速に進展し、73 年にはほぼ完了したのである。証券市場においても、1971 年に株式公開買付制度 (TOB 制度) が導入された点を指摘できよう。このようにして、経営権という観点からの株式への意識が高まった。また、当時は外国資本に対抗するため、株式の安定化工作が奨励されさえした<sup>(73)</sup>。

#### b. 第二次株式安定化

以上のような制度面での改革を背景に、海外資本によって「乗っ取られる」ことを防止すべく、1970 年前後に株式安定化・持合いのブームが到

表－6 同系株式所有率の推移（信託銀行を除く）

(単位: %)

年	三井	三菱	住友	富士	第一	三和
64/上	8.70	13.86	15.04	10.13	9.44	7.78
65/上	9.51	13.93	15.13	10.41	10.26	7.73
66/上	9.83	14.46	15.60	10.74	10.85	8.12
67/上	10.04	15.03	16.99	11.75	12.62	8.96
68/上	11.32	16.35	18.62	13.57	15.84	9.60
69/上	11.93	18.12	19.71	14.83	15.66	9.55
70/上	12.93	19.45	20.11	14.56	17.19	10.18
71/上	13.19	21.07	21.01	16.10	15.21	10.45
72/上	14.46	22.50	21.70	16.28	15.24	10.84
73/上	15.21	23.72	22.49	17.16	15.23	11.41

(資料) 『系列の研究』1974年版

(出典) 『株式の持合と企業法』

來した。1955 年前後を第一次の安定化・持合いブームとすれば、70 年前後は第二次のブームである。表 6 は、この時期に代表的な企業グループで相当程度株式の安定化が進んだことを示している。

では、そのような安定化への意識の高まりはともかくとして、具体的にこの当時の株式の安定化・持合いはどのようにして進展したのか。これについては、①証券不況期における金融機関の株式買い支え、②日本共同証券・日本証券保有組合の株式放出に際する安定化工作、③時価発行増資など市場価格をベースとしたエクティティ・ファイナンスの定着という視点で、以下で考えたい<sup>(74)</sup>。

証券不況期の株価対策として、日本共同証券と日本証券保有組合という株式買い支え専門機関の設置のほか、それと並行した個別金融機関の株式買い支えがあった。2 つの株式買い支え機関は、株価の回復にともない、1966 年に入って保有株式を金融機関などを対象に本格的に売却し始めるが、すでに金融機関（投資信託を除く）の持ち株比率は 63 年度をボトムに上昇に転じていた。

一方、日本共同証券は 1966 年 3 月から（なお発行済株式数の 10% 超保有していた 3 銘柄については 65 年 12 月から）保有株式の放出を開始し、71 年 1 月に売却を完了した。日本証券保有組合も 1966 年 3 月から株式の売却を開始し、69 年 1 月に売却を完了した。

この 2 つの機関は、合わせて市場全体の 5% 程度の株式を保有していたから、それを一時に市場に放出するのは影響が大きかったこともあり、「市場の地合いを崩すことがないよう慎重な考慮をしながら漸次所有株の処分」を行い、とくに放出の初期段階には「発行会社の意向を尊重しつつ、安定株主層へはめ込む方法」が用いられた<sup>(75)</sup>。とくに資本自由化に神経質になっていた自動車業界は、安定化に極めて積極的だった。なお、はめ込みの場合、株主順位を変えることは極力避けたとされる<sup>(76)</sup>。

また、2つの機関の凍結株式の放出に対して、発行企業がその売却先への関心を高めたことはもちろん、証券会社は銀行、生保、取引先企業への株式安定化工作を積極的に仲介した<sup>(77)</sup>。安定化目的の場合、株式市場での売買方法はバイカイ（付け合わせ）が用いられた<sup>(78)</sup>。なお、当時の配当利回りが高かった（市場金利を少し下回る程度だった）ことは、このようなはめ込みを行うのに良好な環境として働いた。

その後、1968年頃から市場が活況になり、61年の高値を更新するようになると、株式の放出も一段と活発になり、売却先も弾力化された。もっとも、この時期においても証券会社の安定株主へのはめ込み工作が非常に活発で、銀行側が証券業界に対して「無理なはめ込みの自粛」を要請したほどだとされる<sup>(79)</sup>。

以上の結果、日本共同証券の放出株の少なくとも51%が安定的な株主にはめ込まれた（表7）。一方、日本証券保有組合の場合、銀行に34%、生保・損保に21%、関連会社・役員・職員に22%がはめ込まれたとされる。

表-7 日本共同証券の株式売却状況

売却先	株数 (千株)	金額 (百万円)	構成比(%)	
			株数	金額
銀行	289,122	39,935	12.8	14.7
生保	158,747	19,493	8.5	7.1
損保	49,924	6,704	2.7	2.5
その他金融機関	28,386	3,079	1.5	1.1
関連企業	424,083	61,752	22.7	22.7
投信	89,485	13,702	4.8	5.0
発行会社役職員	75,747	6,805	4.0	2.5
外国人	37,042	8,753	2.0	3.2
その他	767,188	112,178	41.0	41.2
合計	1,869,724	272,401	100.0	100.0

(備考) 1. 「その他金融機関」は農林中金・相互銀行・信用金庫

2. 「その他」は売却先不詳の市場放出分

(出典) 『日本共同証券株式会社史』

この2つの機関の放出株は、金融機関や事業会社による第二次株式安定化ブームのきっかけを作った

と考えられる。2つの機関が保有していた株式が市場全体の5%だったことも、単にそれらの放出を受けただけでは、当時の安定化・持合いが金融機関だけで10%ポイント近くも上昇したことのすべては説明できない。さらに、放出が終わった後も、金融機関はもちろん、事業会社の持ち株比率は上昇を続けたのである。

### c. 時価ファイナンス

結局のところ、金融機関や事業会社は、放出の受け入れとは別に株式を市場から買い入れたのであるが、それを一段と促進したのが時価ベースでのエクティティ・ファイナンスである。この時価をベースとするエクティティ・ファイナンスは1969年から本格化した<sup>(80)</sup>。

それ以前のエクティティ・ファイナンスは額面発行増資であり、時価を相当前回った発行であるため、株主に優先的に割り当てられた。このため、増資の瞬間に個人の持ち株比率は維持され、その後市場に売りに出されない限り、持ち株比率は低下しないわけである。一方、時価ベースで新株式が発行される場合、既存の株主に割り当てられないのが一般的である。このため、資金力のある投資家によって新規に発行された株式が買われることになる。つまり、資金力の面で相対的に劣る個人株主の持ち株比率は自動的に低下することにならざるをえない。転換社債などの、発行時点での市場価格をベースとするファイナンスも同様である。

さらに、当時のエクティティ・ファイナンスにはいわゆる親引け<sup>(81)</sup>のルールがあった。これは、発行企業からの分売希望を優先して、新規発行証券を投資家に割り当てるという方式である。これが、当時の安定比率の強化という発行企業のニーズに合致したわけである。当然、親引けに際しては発行企業から金融機関や事業会社に対して株式の買い増し（もしくは新規取得）依頼が行われるわけで、これはまた、引受業務を行う証券会社と

しても売れ残りのリスクを軽減しうるという意味でニーズに合致した。加えて、新株式の発行価格が市場価格をベースとしつつも、そこから15%程度ディスカウントされることが一般的だったことも、安定化を依頼される者にとって、当面の収益（含み益）を形成できるという点で有利な条件だったことを指摘しておく必要があろう<sup>(82)</sup>。

実際のところ、どの程度の親引けがあったかは統計がないものの、時価発行増資が額面発行増資を凌駕しつつあった1971～2年には、親引け割合が50%を超えるケースも少なくなかったとされる<sup>(83)</sup>。また、1972年12月に大蔵省は株価鎮静のための対策の一環として「親引けを50%以下にする」<sup>(84)</sup>としたこと、翌年2月の引受証券会社の自主ルール（時価発行増資に関する申し合わせ）で「親引けを40%以下にするよう配慮する」とされたことなどからも、相当程度の割合が安定株主にはめ込まれていたことが推測できる。

もう一つ、時価発行増資に関して指摘しておく必要があるのは、増資に際する株価形成が不透明だったことである。1970年の松下電器産業、72年の協同飼料の時価発行増資に関して、相場操縦行為などがあったとして、発行会社と引受証券会社が告発された<sup>(85)</sup>。このこともあり1968年に、ファイナンス期における株式売買に一定の制限が設けられることになった<sup>(86)</sup>。

さらに、このような親引けや増資に関する株価形成の不透明性を勘案すれば、当初に時価発行増資を推進するに際して理論的に考えられた、「マーケットメカニズムの働く資金調達」はあくまでも理想の姿だったということになる。

#### d. 株式持合いの完成

株式保有構造の安定化は第一次石油危機の時点までで一段落する。金融機関の持ち株比率は34%弱で一時的に停滞したし、事業法人は1973年の27.5%をピークに10年間程度、漸減傾向が続くことになった。この両者を合わせると（必ずし

もすべてが安定的な保有とは言えないが）、持ち株比率が60%を超えることになったのが、一段落した大きな背景であろう。

また、株式安定化が一段落したことを象徴する出来事として、1977年の独占禁止法の改正がある。これは、銀行などの金融機関の持ち株比率の増大の影響力が懸念されたことと、総合商社の株式保有が過大になっているとの認識に基づいた改正である<sup>(87)</sup>。これにより、金融機関以外の大規模の株式会社が、資本金の額あるいは純資産額のいずれか大きい方の額を超えて株式を保有することが禁止された。また、金融機関の株式の保有上限が発行済株式総数の10%から5%に強化された（ただし保険会社については10%の上限が変えられなかった）。

#### e. 金融機関の持ち株比率の上昇（第三次安定化）

ただ、金融機関の持ち株比率は、1975年以降も徐々にではあるが増加を示した。機関別に見ると、銀行、生保ともにゆるやかに上昇している（損保は低下している）。金融機関の持ち株比率が上昇した要因は、①時価発行に際する株価対策<sup>(88)</sup>、②銀行の時価ベースでのエクティ・ファイナンスの一般化、③財テクに際する信託銀行の役割の増大、というようなものが考えられる。

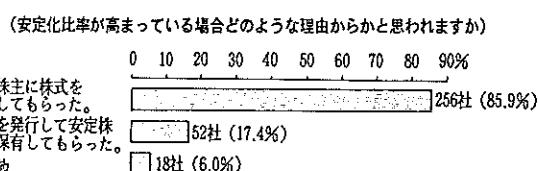
このうち、財テク、つまり特定金銭信託（特金）や金銭信託以外の金銭の信託（金外信託）は信託という器を使い、既保有の株式とは別勘定で株式投資できることが魅力となったものである<sup>(89)</sup>。もちろん、株式投資が有利な運用と思えたことが、株式による財テクブームのベースにある。このような特金や金外信託が本格的に用いられ始めたのは1984年頃であり、89年には株式市場の時価総額の2.5%程度を占めたと考えられ、これが名義上、信託銀行の持ち株として認識されたわけである。とはいえ、安定的に保有されている株式でないことは明らかであり、この分だけは、金融機関の持ち株比率の上昇を割り引いて考える必要がある。

表-8 株式安定化について(1)

5年前時点の安定化比率	現在時点の安定化比率	合計	社数( )内は%							
			10%前後	20%前後	30%前後	40%前後	50%前後	60%前後	70%前後	その他
全 体	490 (100.0)	4 (0.8)	4 (0.8)	10 (2.0)	24 (4.9)	85 (17.3)	160 (32.7)	151 (30.8)	52 (10.6)	
10 % 前 後	4 (100.0)	3 (75.0)			1 (25.0)					
20 % 前 後	7 (100.0)		2 (28.6)	4 (57.1)		1 (14.3)				
30 % 前 後	17 (100.0)			6 (35.3)	6 (35.3)	1 (5.9)	3 (17.6)	5 (18.5)		
40 % 前 後	27 (100.0)				14 (51.9)	8 (29.6)	4 (18.5)			
50 % 前 後	74 (100.0)		1 (1.4)		1 (1.4)	50 (67.6)	18 (24.3)	3 (4.1)	1 (1.4)	
60 % 前 後	143 (100.0)					17 (0.8)	103 (72.0)	19 (13.3)	4 (2.8)	
70 % 前 後	122 (100.0)					4 (0.8)	21 (17.2)	97 (79.5)	3 (2.5)	
そ の 他	82 (100.0)	1 (1.2)	1 (1.2)				3 (3.7)	9 (11.0)	25 (30.5)	43 (52.4)

(出典)「資料版商事法務」1990年4月号

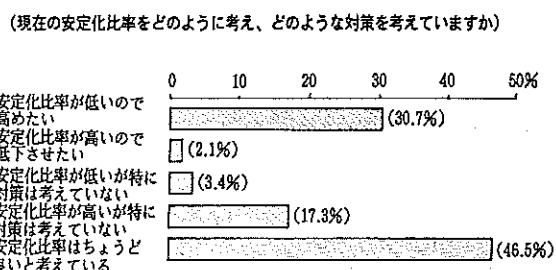
図-5 株式安定化について(2)



(出典)「資料版商事法務」1990年4月号

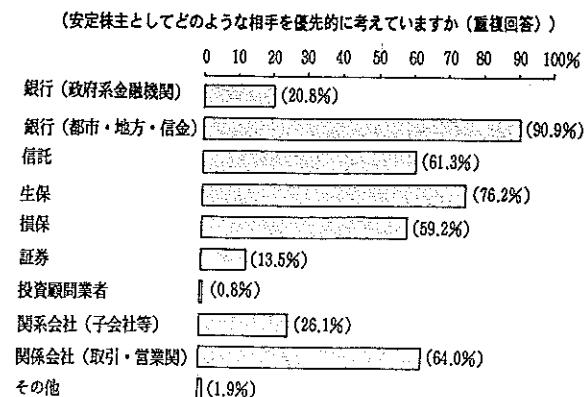
次に、1975年以降の株式安定化に関する企業の意識を知るための参考資料として、アンケート調査（1990年、商事法務研究会実施、対象は全上場会社、有効回答率約26%）を見てみよう。これによれば、①安定化率では5年前に比べて上昇している企業が多い（表8）、②上昇の理由は既存の安定株主に株式を追加保有してもらったからである（図5）、③依然として安定化比率を高めたいと考えている企業が多い（図6）、④安定株主としての期待先では銀行や生保という金融機関が上位に位置している（図7）、ということがわかる。

図-6 株式安定化について(3)



(出典)「資料版商事法務」1990年4月号

図-7 株式安定化について(4)



(出典)「資料版商事法務」1990年4月号

もう一つ、1985年前後以降の重要な事実として、銀行の時価ベースでのエクイティ・ファイナンスが盛んになったことを指摘できる。銀行株は1981年に配当が弾力化され、84年からはそれまではほぼ完全な横並びだった株価形成も自由化され始めた。そして、1985年には本格的な時価発行増資が行われ、また同時に外貨建転換社債の発行が認められたのである。これによって、銀行の時価をベースとするエクイティ・ファイナンスがほぼ自由になったといえよう。その後、1987年に国内転換社債の発行が認められ、また88年に決定されたBIS(国際決済銀行)の自己資本比率規制の導入の前に、自己資本充実の必要性が急速に高まったことから、銀行は大量のエクイティ・ファイナンスを行った(表9)<sup>(80)</sup>。

表-9 銀行のエクイティ・ファイナンス  
(単位:億円)

年度	1985	1986	1987	1988	1989	1990
株式	2,632	2,027	14,402	27,696	33,331	975
C B	1,841	1,544	11,115	18,883	9,415	600
合計	4,473	3,571	25,517	46,579	42,746	1,575

(資料) 大蔵省「証券局年報」

銀行の持ち株比率の推移をもう少し詳細に見ると、銀行・信託銀行(投資信託、年金信託を除く)の合計値で、1979年から83年までは17.1%から17.9%へとわずかな上昇にとどましたが、その後上昇速度を早め、89年には22.1%と4.2%ポイントも高くなかった。この上昇のうち2.5%ポイント程度は特金とファンドトラストとしても、残りの部分は持合いの強化にともなう部分が大きいと考えられる。それも、1988年前後の自己のエクイティ・ファイナンスと見合いに強化された部分であろう。

## ii 証券会社の経営と株式の安定化

### a. 概況

証券不況期を経て、証券会社の経営環境は大きく変化した。先に述べたように、証券取引法改正、証券局の設置、証券会社の免許制導入というように、まず大枠が改革された。さらに、証券会社のポジション規制と財務体質の強化、バイカイの廃止(1967年)、運用預かりの廃止(1968年)、証券外務員の登録制など、証券不況期を糧とした措置がとられた。

しかし、現在まで大きな影響を及ぼしていると考えられる最も重要な措置は、①証券免許をブローカー、ディーラー、アンダーライター、ディストリビューターの4つに分け、②それらの免許を同一の証券会社に与えることに対するが、③ブローカーとディーラーを兼営することは(証券不況期の例を見ると)弊害があるので、④「ブローカー業務を円滑に実施し公正な市場の機能を維持するため必要な限度の範囲で株式保有を認める」、⑤その株式保有の基準は純財産額に基づく、というものであろう<sup>(91)</sup>。

つまり、(当時はアンダーライターとしての機能があまりなかったことを勘案すれば)実質的に、証券会社をブローカーとして位置づけていこうという方向が明確に打ち出されたのである。このうち、ポジション規制は証券会社の財務体質の強化と、金融収支の黒字化につながった。

### b. 売買手数料の引き上げと体系変更

しかし、より重要なのは、ブローカーとしての経営基盤を強化するため(つまり健全な証券会社を作るため)、株式売買委託手数料(以下、売買手数料)が引き上げられたことである。

売買手数料の改訂を表10で見れば、まずわかるのは、証券取引所が再開され、売買手数料率が制定されて以降、証券不況期の以前まで、株式市場の拡大とともに引き下げの歴史だったことであ

表-10 主な株式売買手数料の改訂経緯

改 正	区 分	内 容	改 正	区 分	内 容
1949. 4. 1 5.11	引下げ	手数料率制定 約定値段200円以上に係る料率、同業者、金融機関に対する料率の軽減	67.12. 1 74.12. 2	引上げ "	売買株数区分の変更による料率の引上げ(約7%) 売買株数区分の変更及び料率変更による引上げ(約29.5%)
50. 4. 1	"	約定値段区分の変更と料率の軽減	77. 4. 1	—	手数料体系を売買代金基準に変更
51. 6. 1	"	約定値段75円以上に係る料率等の軽減	85. 4. 25	引下げ	5,000万円超の売買代金に係る料率の軽減と売買代金区分の一部変更
53. 5. 1	"	手数料体系の変更に伴う料率の軽減	86.11.25	"	1,000万円超の売買代金に係る料率の軽減と売買代金区分の一部変更
54.12. 1	"	50円以下の低位株に係る料率の軽減	87.10. 5	"	5億円以下の売買代金に係る料率の軽減と会員の子会社及び親会社(外国証券業者)の料率の一部変更
56. 1.24 5.18	"	大量売買の割引率を株数に応じて増加 約定値段、売買株数に応じて段階的に料率を軽減(約18.5%)	90. 6. 4	"	売買代金区分の変更及び料率の引下げ(約7.1%)
60.10.24	"	売買集中度の高い5,000株未満に重点をおいて料率を軽減(約15%)			

(出典) 大蔵省「証券局年報」

る。それが証券不況期を経て、一転して1967年、74年の2回、引き上げられたのである。

またその後、1977年に手数料体系が「売買株数基準」から「売買金額基準」に変更されているが、この意味はさらに大きい。

じつは、その体系変更直前の1974年の売買手数料の引き上げには、①時価発行増資の一般化とともに上場株式数の増加率の低下、②株式安定化とともに売買回転率の低下(もしくはその懸念)、③証券会社の営業費用の増加、というような背景があったとされる<sup>(92)</sup>。さらに、この時点での売買手数料の引き上げ手段として、売買数量基準から売買金額基準に変更することも考えられたが、1974年には実現せず、引き続き検討するこ

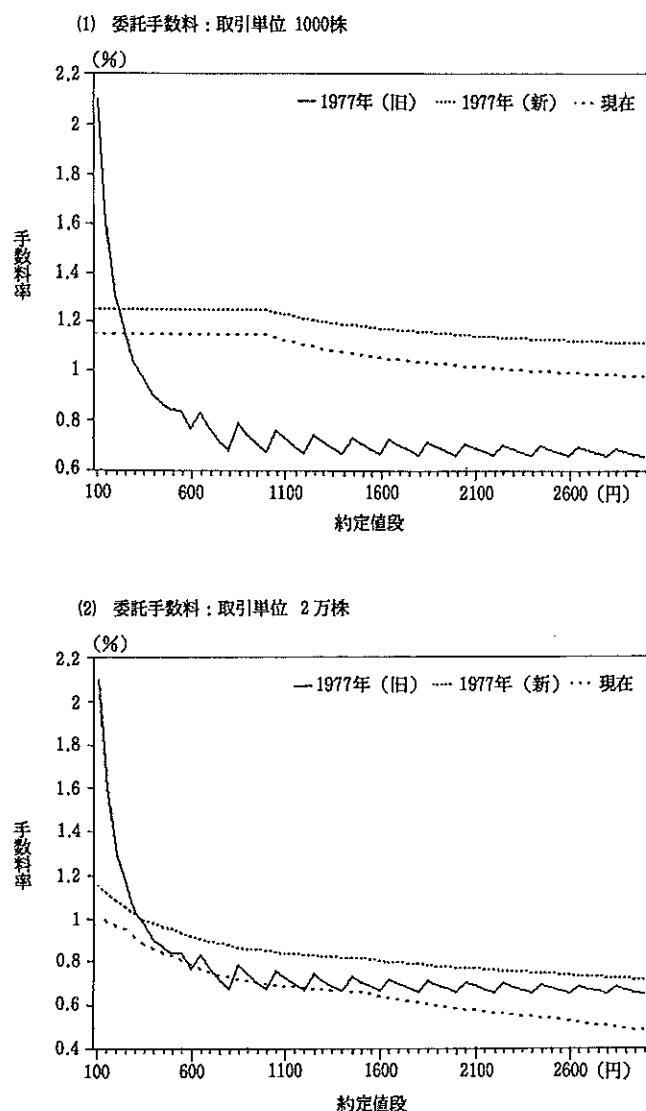
ととされた<sup>(93)</sup>。

以上のような経緯があって、1977年の売買手数料体系の変更に至ったわけであるが、その体系の変更に際しては、①国際化を考えて欧米と共通の体系にする、②体系を変更しても投資家全体としての売買手数料負担に増減のないようにする、というような考えに基づいたとされる<sup>(94)</sup>。

では、実際には売買手数料体系の変更はどのような効果をもたらしたのか。図8は1977年に体系変更される直前の売買手数料(旧体系)と、その直後の売買手数料(新体系)を比較したものである。これによれば、1株当たりの売買約定値段が上昇した場合、旧体系では急速に売買手数料率(売買手数料額/売買約定値段)が低下したのに

対して、新体系では売買手数料率の大きな低下はなくなった。つまり、売買手数料額で考えると、株価が上昇すれば、それにはほぼ比例する形で証券会社の収入が増加するようになったのである。

図-8 株式売買手数料体系の改革



このような新しい売買手数料体系は、1974年の売買手数料の引き上げの背景として『大蔵省証券局年報』が説明しているように、株式安定化、時価発行増資という証券不況期以降の株式市場の構造に適応したものであった。それも、①額面発行増資であれば権利落ちによって株価は比較的低位に推移するが、時価発行増資であれば権利落ち

がないため株価は業績の向上を反映して上昇する<sup>(95)</sup>、②持ち合いや株式の安定化が進展する過程では株式の需給は基本的に逼迫気味となり、何らかのきっかけさえあれば株価は上昇しやすい<sup>(96)</sup>、という構造も加味する必要がある。

さらに、多少うがった見方かもしれないが、このような体系変更後の売買手数料の下では、それが固定手数料制であることと併せて考えれば、証券会社の立場としては、「株価が高くなれば業績が向上する」というインセンティブが強く働くことになる。加えて、日本共同証券や日本証券保有組合の株式放出に際して証券会社が培った、安定化工作のノウハウが、安定化をさらに強化させ、高株価のための下地を作るという作業に生かされたのである。

### (3) バブル崩壊過程

いわゆるバブルの形成・崩壊の過程は、証券不況期とともに、その影響度合いという点で際立っている。これは最初に述べたとおりである。さらに、この2つの時点は様々な点で極めて類似している。これがこの節での結論である。

#### a. 株価の推移

ところで、バブルの時代の株価はどのように推移したのか。株価が出来高をともなって本格的に上昇を始めるのは1986年からであり、85年末の13113.32円から89年末の最高値38915.87円まで約3倍になった。また、株価が上昇する直前の1985年に株式を購入し、89年に売却した場合の投資収益率は年率30.2%にもなった。1952年に株式を購入し89年に売却した場合の、高度成長期を含んだ長期の投資収益率が年率20.2%であるから、この間の収益率がいかに高かったかということがわかる。

ところが、1990年の大発会から株価は下落を始め、現在（1992年6月末）まで、59.6%の下落を記録した。また、投資収益率も、1988年、

89年、90年のそれぞれの年に株式を買い、91年に売却した場合、いずれもマイナスの投資収益率である<sup>(97)</sup>。このような状況は、かつてなかったことである。

#### b. バブルの要因

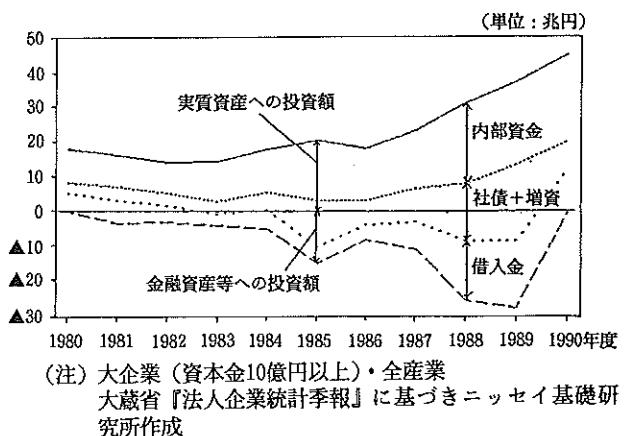
まず、1989年までの株価の高騰の環境を簡単に見ておきたい。もちろん、株価の高騰があったのはファンダメンタルズが良好だったからである。景気の拡大（1986年11月を底に景気は拡大過程に入った）、企業業績の増益（1987年度から89年度まで増益だった）、金利の低下（公定歩合は1980年の9.0%から87年5月の2.5%まで下げ続けた）というような株価にプラスの条件が整っていた<sup>(98)</sup>。

しかし、株価の上昇を実態以上に加速するような要素がいくつか存在していたことも確かである。重要なのは、①金融自由化が急速に進展する中で金融機関は株式保有への姿勢を強めた、②証券会社の営業姿勢、という2つの直接的な要因である。また間接的な要因として、①株式の安定化比率が極めて高水準にあったこと、②証券会社という市場の仲介者に対して支払われる売買手数料体系が、高株価賛成というバイアスを含んでいたこと、という2点にも配慮すべきだろう<sup>(99)</sup>。

先に見たように、銀行は金融自由化とともにあって自己資本の充実を要請されたことから、エクイティ・ファイナンスを行い、同時に株式の持ち合いを強化した。もう一つ、1984年に保険会社に特金による株式投資が認められたのを契機として、金融機関や事業会社の間に、株式による資金運用が広がった。また、その特金などによる株式投資の拡大に大きな役割を果たしたのが、1986年の投資顧問業法に基づいて設立された投資顧問会社である。この投資顧問業者は金融機関などを設立母体としており、そこからの資金を株式などに投資して収益を得ることが目的の一つであったという例が多い<sup>(100)</sup>。さらに、事業会社は大量のエク

ィティ・ファイナンスを行ったが、それによって調達した資金を特金や金外信託（ファンドトラスト）など、財テクに注入したのである（図9）。

図-9 大企業の資金調達と運用



この特金などによる株式投資は、金外信託を含め、株式市場全体の2.5%程度に達した。さらに、安定化されている株式が株式市場全体の2/3程度を占めており、市場で売買される株式は残りの1/3であることを勘案すれば、特金などがこの時期に吸い上げた株式の量は流通可能量の7.5%に達していたのである。バブルの時代の初期に特金などによる財テクの資金量が急速に増大したことが、株価を上昇させるインパクトとなったことは確かであろう。

またそうだからこそ、1987年のブラックマンデーの直後、特金などの評価損の計上と、それとともに解約の発生や、その評価損を相殺するために既保有の株式を売却して売却益を計上しようという動きが、日本の株価を押し下げて世界的な株価の下落サイクルを形成するのではないかと懸念されたのである。そして、その懸念を解消するために、特金の評価方法が変更され（1988年）<sup>(101)</sup>、また保険会社に対して財産利用方法書を変更して特金枠を拡大するという措置がとられたのである<sup>(102)</sup>。

政策もまた、少なくともブラックマンデーの後、1988年半ば頃まで、株価の上昇に対して歯止め

をかけるというものではなかった。金利は1987年春に底を打っていたが、ブラックマンダーが株価抑制的な政策を繰り延べさせた。以上のような結果、ブラックマンダーから比較的短期間に日本の株価は上昇に転じ、日本の株価に対する“確信”に近いものが醸成され、株式投資の人気も盛り上がったのである。

その人気を象徴するのが株式投資信託の設定量の増大である（先出図4）。この投資信託の大量設定によって、同時期のエクイティ・ファイナンスによる株式の大量供給（先出図3）を吸収しながら、一段と株価が上がるという循環が形成されたと考えられる<sup>(103)</sup>。

また、1988年の株価指数先物取引の開始、その後のインデックス型投信などインデックス運用を行うファンドの増大とそれにともなう指数先物価格の上方乖離<sup>(104)</sup>は、現物買い・先物売りの裁定取引の活発化と、それによる現物価格（とくに指数採用銘柄の中の品薄株）の値上がり、という歪んだ価格形成を生んだ。これが1989年末のクライマックスに突入する直前の状況であった。

しかし、この株価の形成過程を逆に考えれば、そして証券不況期の状況と重ね合わせれば、何らかのきっかけで株価が下落に転じ、株式の上昇に対する“確信”が崩れたときには非常に脆い、そういう構造を有していたと言えよう。バブルの時代に、“確信”を崩す引き金となったものは種々考えられるが、基本的には金融の引締めと景気の後退であり、また日本の株式市場の時価総額がアメリカ市場を絶対額で凌駕するというような、世界的・客観的に異常かつリスクーと思える状態にまで株価が上昇したことだろう。海外の投資家が、そのような日本の株式を派生市場なども使い、売った（売りたいと思った）としても何ら不思議ではなかった。

#### c. 金融機関の株式ポジションの意味

さて、金融自由化における金融機関の株式投資

はどのような意味を持つのか。当然のことだが、金融自由化は、金融機関の預金などによる資金調達コストが市場金利に接近することを意味する。極論すれば、信用力の劣る金融機関の場合、企業よりも高い資金調達コストになることもありうる。現在の日本の自由化はそこまではいっていないが、1984年の日米円ドル委員会報告書の公表以降、自由化が急速に進み、現在も進行中であることは確かである。

金融機関の調達コストの市場化金利は、たとえば金融機関が一般の企業と同じように借入によって資金を調達するのと大差ない状況を作り出す。また、金融自由化によって、総合的な取引の対象となった様々な金融機関の業務（金融取引）の収益性も低下せざるをえない。これは、金融機関にとっての“総合取引コスト”的上昇を意味する。

この金融自由化の意味と今まで述べてきた株式市場の歴史的な流れを併せて考えれば、金融機関がバブルの時代に、つまり金融自由化が急速に進行していた時代に株式持ち合い・安定化を強化し、また特金などで株式投資を行ったことは、証券不況期以前に証券会社が金融機関からの借り入れ資金によって株式のポジションを積極的に作った状況と似ていることに気づく。

証券不況期以前の証券会社は、市場金利で資金を調達し、それよりも“少しばかり”配当利回りの低い株式のポジションを積極的に作り、株価の値上がり益という期待収益を加えて、総合的な利益を獲得しようという方向に“賭けた”のである。一方、バブル形成と崩壊過程での金融機関は、資金調達コストが上昇する過程で、ほとんど配当利回りが期待できない株式のポジションを増やし、株式の値上がり益だけで収益を確保しようという方向に“賭けた”のである。また、いずれの場合も、そのような行動が初期の段階で株価を上げる作用をし、それが“賭け”的正当性を証明したような錯覚を与えた点も同じである。これに対して、金融機関の場合、総合取引による収益も勘案する

必要があるという意見もあるが、そのような総合取引の対象となる金融取引の収益性自身が低下していることは先に述べたとおりである。

バブルが崩壊し、1992年に入り株価が90年10月の安値を更新するようになって、様々な株価対策が議論されたとき、簡易保険、郵便貯金、公的年金基金というような公的資金を株式投資に振り向ければどうかという案があった。それに対しては「株式のリスクを考えれば難しい」という大蔵省首脳の否定的な見解があったとされる<sup>(105)</sup>。株式にリスクがあるというのはまさに正論である<sup>(106)</sup>。

この見解に関連して、では逆に、“公的資金でない”銀行や生保が「リスクの大きな」株式投資を行っていいのかどうかである。また、リスク担保のためのBISの自己資本比率規制への対処に関して、「リスクの大きな」株式の含み益に大きく依存するという対応がいいのかどうかでもある。

さらに付言すれば、このような株価上昇を“期待する”金融機関のポジションが高まることによって、金融機関が株式市場に対して中立的な立場をとれなくなる。銀行のエクイティ・ファイナンスが自由になったことから、自己の株式の安定化要請が一段と高まり、株価上昇への期待というバイアスがさらにかかった状態で業務を遂行するという危険性を増したといえよう。その歪みがバブルであり、企業の過剰なエクイティ・ファイナンスだったと考えられる。

#### d. 証券会社の営業姿勢

次に、バブルの時代における証券会社の営業姿勢である。これに関して問題となるのが1991年に話題となった「損失補填」および「営業特金」<sup>(107)</sup>、シナリオ相場や大量推奨販売、そして92年に話題となった「飛ばし」である（表11）。

営業特金と損失補填はセットで行われた。株式投資を目的とする顧客の特金について、証券会社が銘柄の選定とその売買について一任される（投

表-11 証券会社による損失補てんの概要

公表	証券会社	損失補てん額 (億円)	損失補てん先 (件)
7月	大手4社	1,283	231
	準大手中堅13社	437	386
	中小4社	9	92
	計	1,729	709
9月	大手4社	436	78
	計	2,165	787

(注) 1988年9月期、89年3月期、90年3月期、91年3月期の各証券会社の決算年度における損失補填額の合計（1991年の公表数値）である。

(備考) 日本証券業協会資料による。

(出典) 中村明雄「証券取引法の一部を改正する法律の解説」（商事法務1991年10月25日号）

資一任される）とともに、運用収益が不良だった場合、事後的に収益を補填したというものである<sup>(108)</sup>。証券会社として、このような運用を行うメリットは、①大口の顧客との関係が親密化してファイナンスでの幹事競争で有利になる、②特金の売買手数料収入が得られる、というような点が指摘されている<sup>(109)</sup>。

しかし、もう一つ見逃してならないのは、このような株式投資を顧客に行わすことができれば、実質的に証券会社が株式ポジションを得たのと同じ効果があるという点である。もちろん、顧客に対して（市場金利を基準とした）一定の収益を「保証」したわけでないから、完全に証券会社の株式ポジションとは言えないが、一定の収益を下回れば証券会社にとって何らかの金銭的な負担が発生する可能性が高かったという意味で、証券会社の実質的なポジションに近い状態であったことは確かである。

では、飛ばしはどうか。飛ばしは、一定期間後に、（その時の価格にかかわらず、売却時の価格に金利などを上乗せした）一定の価格で株式を買い戻すことを約束して、一時的に株式を売却する行為である。つまり、買い戻し条件付の株式の売却である<sup>(110)</sup>。このような契約が行われたのは、たとえば評価損の発生している株式を決算対策な

どで一時的に“避難”させる必要性があったからだとされる。

証券会社はこのような「飛ばし」契約の仲介者として機能し、一時的に売却された先に対して、将来の買い戻しを担保するような立場に立った（そのように見えた）と言えよう。だからこそ、訴訟などが発生しているのである<sup>(111)</sup>。証券会社がそのような役割を演じるメリットは、やはり大口の顧客との関係維持であろう。またこの飛ばしにおいても、証券会社が株式のポジションを持ったのと同じ効果が発生することになる。

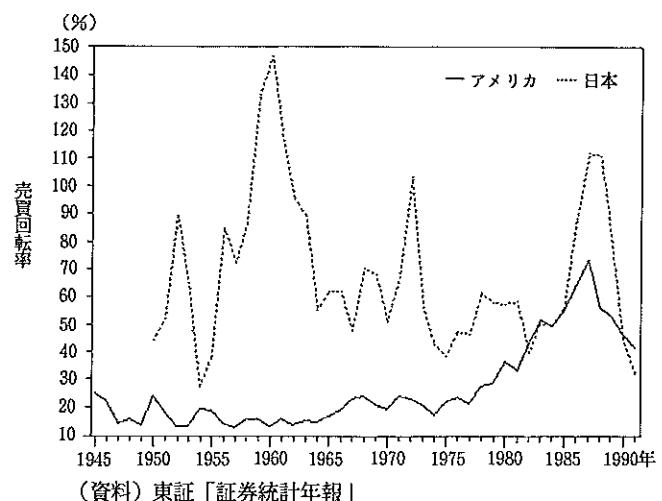
敷衍して言えば、証券不況期には証券会社はオフバランスで株式のポジションを作っていたが、バブル崩壊期にはオフバランスでポジションを作ったのである。営業特金や飛ばしは、そのオフバランスでの株式ポジションのための器として機能することになったのである。

さらに、バブルの時代の証券会社の新しい器として、投資顧問会社の役割にも言及しておく必要があろう。証券会社系列の投資顧問会社がその親会社と連携して営業を行っていたのではないかという懸念である。営業特金と損失補填が問題になり、その一部に証券会社系列の投資顧問会社も関係していたことが明らかになった。このため、証券会社から投資顧問会社が独立しているという点をより明確にする必要性が高まった。この結果、投資顧問会社が投資一任されている株式の売買に関して、親証券会社への発注を規制するという措置などがとられたのである<sup>(112)</sup>。

もう一つはシナリオと、それに基づく大量推奨販売である。東急電鉄株で典型的だったように、特定の銘柄を集中的に顧客に買わせたというものである。その結果、株価はファンダメンタルズからはるかに乖離した水準に持ち上げられたと考えられる。

これらの事実とどの程度の関係があったのかはあまり鮮明でないが、当時の株式市場の売買回転率が異常に高かったという事実を指摘しておく必

図-10 売買回転率



(資料) 東証「証券統計年報」

要があろう（図10）。その水準は証券不況期の直前の状態に接近している。さらに安定化されていない（市場で売買される可能性がある）株式だけで売買回転率を計算すると、過去最高水準に達していたんだろうと考えられる。この背景の一つは、特金や金外信託などに組み込まれた株式の売買回転率が極端な水準に達したことである<sup>(113)</sup>。

いずれにしても、金融機関の積極的な株式ポジションの形成、証券会社のオフバランス的な株式ポジションの形成、またこれらの機関を親会社とする投資顧問会社の設立とそれらに投資一任する特金の設定がバブルの形成にどの程度の影響を与えたのか、詳細に検討するに値するであろう。また、株式投資信託の急増、大量推奨販売は、個人の株式投資のポジション形成に大きな影響を与えただけに、それらが株価の形成をどの程度左右したのかにも関心が寄せられる。

#### （4）証券不況期とバブル崩壊期の異同

以上、証券不況期とバブル崩壊期に焦点を当てて日本の株式市場の構造について見てきた。まとめの意味を兼ねて、その2つの時期の主要な事実について、株価の上昇期と下落・低迷期に分けて対比したのが表12である。

この表は次のことを示している。

表-12 証券不況期とバブル崩壊過程の現象比較

	《証券不況期》	《バブル崩壊過程》
◇株価高騰期	投資信託の拡大  証券会社の役割=ディーラー 運用預かり バイカイ  高い売買回転率  増資ブーム 株式公開ブーム  スパイラル的株価形成  規制金融システム  株式持合い	投資信託の拡大 特金、金外信託の拡大 投資顧問会社の設立  証券会社の役割=ブローカー 売買額ベースの株式手数料体系 営業特金、飛ばしなどのポジション  高い売買回転率  エクティティファイナンス・ブーム 株式公開ブーム、店頭ブーム  スパイラル的株価形成  派生市場の登場と裁定取引  金融自由化の進展  株式持合い・安定化の強化 (金融機関を中心とする)
◇株価下落・低迷期	(銀行との確執) ブローカー中心の経営へ (株式売買委託手数料体系見直し) 証券会社のポジション規制 証券会社を免許制へ 証券局の設置 証券会社の日銀取引開始  株式買い支え機関の設置 株式持合い・安定化の確立  時価発行増資の活発化  投資尺度=PER  公共事業と建設国債の発行	業際問題の決着 (新しい証券会社経営の模索) 株式売買委託手数料の自由化問題 自己資本比率規制の導入  証券取引等監視委員会の設置  自己株式の取得問題 株式持合いの揺らぎ  (公社債市場・証券化市場)  投資尺度=DDM (PER)

### a. 株価上昇期

- ①外部資金として、ともに投資信託の増加があり、株式の需給を逼迫させるという効果を發揮した。また、バブルの時代には特金や金外信託という、いわば私募投資信託が、投資信託に先行して増加した。
- ②証券不況期には証券会社が自ら株式のポジションを作り（つまりディーラーとして）、相場を

作った。その資金は借入だったが、担保繰りの面で運用預かりが重要な役割を果たした。また、投資信託も証券会社の間接的なポジションであった。また、相場を作り、ディーラーとして業務を行うという過程で、バイカイが果たした役割も無視できない。一方、バブルの時代には証券会社はブローカーとしての役割を担うことになっていたが、営業特金、損失補填などは証券会社

がオフバランスで株式のポジションをとっていたことを示している。また、株式売買手数料が売買金額に連動する体系に変更されたことは、ある意味では証券会社が株式についてプラスのポジションを持っている（株価が上がれば収益が増加する）ことに等しかった。さらに、投資一任勘定によって間接的な株式ポジションを持つて投資顧問会社が、親会社と連携して株式市場に関与したことが懸念され、その隔壁が確立された。

③このように需給の逼迫が発生しやすかった背景には株式の安定化がある。とくに、バブルの時代には金融機関を中心に安定化率が70%程度に達していたことに注目する必要がある。また、金融機関の株式投資は、金融自由化という環境の下では、証券不況期に証券会社が借入によって資金を調達し、株式のポジションを持ったのと同じような経済的な意味合いがある。安定保有も当然その範疇に入る。言い換えれば、金融機関は証券不況期の証券会社に代わって、自らのリスクで株式のポジションを大きく拡大したのである。これが、バブルの時代の大きな特徴である。なお、本稿ではあまり言及しなかったが、バブルの時代には事業会社も株式のポジションを増加させ、株価からより多くの影響を受けることになった。事業会社が株価の面で脆弱になったとも言える。

④以上のような資金の流入と、株価に対する利害（株価が上昇すれば収益が向上する）は、スペイライアル的に株価を押し上げた。逆に、何らかの要因によって株価が下落に転じれば、スペイライアル的に株価が下落する結果となる。これらの点は、背景こそ少しばかり異なるものの、証券不況期もバブルの時代も、基本的に同じである。なお、このようなスペイライアル的な株価の上昇に、株式売買回転率の異常な上昇がともなっていた。極めて短期投資的な、証券会社にとって収益的に良好な環境が整っていたのである。

⑤バブルの時代の特徴として、先物やオプションという派生市場が創設されたことを指摘できる。これらの市場は、現物市場ほど流動性の限界が厳しくないため、とくに売却に関して自由度が高く、現物株式の安定化を打ち消す役割を果たし得たことに注目する必要があろう。株価がファンダメンタルズに基づいて形成されるとすれば、それへの収束を速める効果が發揮されるのである。また一方で派生市場が、インデックス運用、裁定取引などを通じて、従来にない影響を現物市場にもたらすことも確かである。具体的には、現物株価に対して収束的な役割を果たす側面と、発散的な役割を果たす側面があろう。しかし、いずれにしても中・長期的には中立的であると考えられる。

⑥なお、本稿では全く言及しなかったが、証券会社の寡占化、系列化がバブルの時代にどのような役割を果たしたのかも重要な課題であろう。とくに、シナリオ相場、大量推奨販売との関係が注目される。

#### b. 株価下落・低迷期

①証券不況期とバブル崩壊期はともに、証券会社の経営の変革を求めた（もしくは求めている）。このことは共通である。証券不況期には証券会社をブローカーとして脱皮させることが課題となり、ポジション規制が行われた。バブル崩壊期の課題は競争原理の導入、つまり業際問題との決着であろう。同時に、証券不況期以降の経営の原点であったともいえる、固定的な株式売買手数料の自由化が議論されている。なお、証券不況期に定められた証券会社のポジション規制は、1990年に導入された自己資本規制という、より合理的な基準に改まった。

②2つの時代はともに、証券会社の監督制度を改めさせた。証券不況期には証券局が設置され、証券会社は免許制になり、さらに日本銀行との取引も開始されて、監督が強化された。バブル

崩壊期には、不公正取引を中心に証券取引法が改正され、さらに証券取引等監視委員会が設置された。

③なお、金融機関や発行市場についての課題は次の章で述べる。

### 3. 新しい株式市場について

最後に、今後の株式市場はどう変化するのか、もしくはどのようにあるべきなのか、ラフにスケッチしておきたい。その対象は主に、①流通市場における株式保有構造に関して、②株価形成に関して、③発行市場に関してである。

現在の流通市場の最大の問題点の一つは、持ち合いを含めた安定的な株式保有によって流通可能な株式が発行済株式数の30%程度にとどまっていることであろう。時価総額では、アメリカに較べて相応の規模であるが<sup>(114)</sup>、実質的な（売買の対象となる）時価総額では過小とも言える。

このため、①株式の追加安定化などを行えば市場価格の下落を食い止めやすい（ファイナンスなどに際して株価の安定操作を行いやすい）、②何らかの（外生的な）要因で新たに株式ポジションを追加する動きが強まると需給は急激に逼迫し、バブル的な価格形成が発生しやすい、ということになる。土地の価格形成と同じで、極めて投機的になりやすいということでもある。また、いったんバブル的な価格が形成されると、今までの日本のパターンでは、それに便乗してポジションを形成して、短期的な収益をあげようという売買が行われやすい。このような価格形成はスパイラル的であり、結局は外生的な要因によって崩れるが、その崩れ方もスパイラル的である。

それだけであれば、「自己責任原則」によってポジションを形成して最後にジョーカーを引いた投機家が淘汰されるだけであり、問題は少ない。しかし、日本の現実はその“投機家群”に、事業会社のみならず、銀行や生保などの金融機関が、

それもシステムティックに組み込まれたことであろう。

金融機関が、持合い・安定化という目的で、市場全体に対するポジションの割合を増加し続けてきたのがその一つである。これに拍車をかけることになったのが、銀行の時価ベースでのファイナンスであった。以上のような結果、銀行（信託銀行を除く）、生保のそれぞれの資産総額に占める株式の時価総額はそれぞれ、10%、35%に達している（1991年3月末現在）。

さらに、会計上、既に保有している株式と別勘定で投資が可能な特金や金外信託が金融自由化の流れの中で認められ、加えて生保については株価が低迷する度に株式ポジションを増加させるべく、その特金枠が拡大されたのである。

現在もまた、たとえば経団連・証券4社の懇談会で、日本の金融市场の健全性維持を目的とした株価対策の一つとして「生損保などの機関投資家の協力」が提案されたとされる<sup>(115)</sup>。しかし、短期的にこのような株価対策が必要かどうかの議論はさておき、日本の金融市场の健全性をいかに確保するのかという観点からは、金融機関の株式のポジションをどう考えるのかという方がより重要であろう。

かつて、有り余るほどの株式含み益が、日本の金融機関に経営のゆとりを与えたことは確かである。だが一方で、海外でのオーバープレゼンスはもちろん、合理的なリスク判断を行わずに資金の流れを仲介してきたことも確かである。このような例は、不動産融資問題、海外の金融機関に比べて金融技術面で遅れている点、リスク管理システムを保有していないもしくは保有していても初步的なシステムである点など、枚挙にきりがない。そして今、株式の含み益がなくなり、証券不況ならぬ「金融（機関）不況」という表現さえ用いられる困難な状況に突入したのである。

では、株式投資の資金はどこから調達するのか。最後に述べるように、株式の収益はリスクが大き

い、つまり相当変動する。この前提に立てば、確定的なコストを支払う必要のある資金を用いて株式のポジションを持つことは無謀であろう<sup>(116)</sup>。少なくとも、その確定コストの水準が（市場金利との相対水準で）高く、かつ引き出し・解約の自由度が高い場合はそうである（一つの例として、1961年に販売が開始された公社債投資信託の特徴を思い出せばよい）。

株式投資に振り向ける資金は、①自己資金（自己資本）、②コストが確定していない資金（たとえば信託のように、「運用実績=支払いコスト」となる資金）、③コストが確定していても市場金利との比較で十分に低く（そのため株式への投資割合を低く押さえさえすれば、株式へ投資しても確定金利を支払うというリスクを軽減しうる）、かつそのような資金が潤沢な場合、というようなものだろう<sup>(117)</sup>。このうち、②と③は証券会社のブローカー業務に近いもので、株式投資に内在する市場リスクを、資金の提供者である本来的な投資家（個人投資家など）にプローカレッジすべきだという議論もある。

別の表現をすれば、規制金利（および総合取引に組み込める収益性の高い金融取引が多くあったこと）は、期せずして③の環境を金融機関に提供した。持合いを含めた安定的な株式保有が可能だった大きな背景はここにある<sup>(118)</sup>。金融自由化が、金融機関の従来的な感覚での株式保有と相入れないことは明白である。現在広がりつつある金融機関の株式保有に対する限界感は、このような観点から把握すべきで、たとえば「BIS 規制が良くないからだ」というような感覚で把握すべきではない。

金融自由化の流れにおいて、今後とも金融機関が株式のポジションを持つのであれば、それは、基本的には自己資本に対応したものである。そして、さらにそれ以外に保有するのであれば、その部分では本来的な意味での機関投資家的な色彩を強めることが必要になる。つまり、顧客の信託勘

定での保有であり、生保の特別勘定や明確に区分経理された勘定においての投資であろう<sup>(119)</sup>。金融自由化における制度に関する改革は、このような観点からも認識すべきである。その中で、持合いの処理は非常に大きな問題となろう。逆に、ここで示したような株式投資を行っていない限り、金融機関はマスコミなどでいう機関投資家ではなく、法人投資家でしかない。

以上をまとめれば、証券不況期を契機として証券会社の経営の健全化が図られたのと同じ趣旨の措置が、金融機関に対して工夫されていいのではないかということになる<sup>(120)</sup>。つまり、証券不況以降、証券会社の株式ポジションが自己資本などを基準に一定割合に抑制されたこと、ブローカーとしての役割を業務の中心に据えたことのアナロジーである。もちろん、現在の金融機関の膨大な株式ポジションを、すぐにこの観点から見直すことは現実的でなく、長期的な課題となろうが。また、この長期的な課題に対処するためにこそ、自己株式取得に関する商法などの改正を議論すべきであろう<sup>(121)</sup>。

さて、日本の株式市場では株価上昇賛成論が根強い。もちろん、日本全体として、株式の発行残高がある限り、正の株式ポジションを持っているし、株価が企業業績ひいては経済活動を反映するものだとすれば、株価が下がるよりも上がるほうが望ましい。

しかし、日本の場合はさらに、①金融機関が膨大な株式ポジションを持っていること、②市場の仲介者であり中立的な立場に近いはずの証券会社が、固定・売買金額ベースの手数料体系を含め、実質的に正の株式ポジションを保有していること、③株式の安定比率が高かったため企業にとっての株式のコストは配当だけであり、極めて安価な資金調達手段として位置づけられてきたことと、そのため上場企業の資金調達において株式依存度が極めて高かったことが、上場企業が（持合いの株式以外に）正の株式ポジションを保有していたの

と同様の役割を果たしていた、というような要因を指摘しておく必要があろう。

ところで、株式の価値は、それに投資することによって将来得られるであろうキャッシュフローの現在価値である。しかし、そのキャッシュフローは、①企業活動にともなう利益（営業利益）がベースになり、②そこからまず負債に対する金利支払いが優先的に差し引かれ、③残りがあればその中から株主に対する配当が支払われる、というものである。また、企業が倒産したときも同様の手順で、負債を優先的に返済した後に残余があれば株主に清算金が支払われる。ということは、当然のことだが、企業活動にともなう様々な変動要因は主に、株式に対するキャッシュフローに影響を与えるのである。その最大の変動が、倒産という事態である。

言い換えれば、株式は、借入などの負債を調達するための一種の担保としての役割を果たしている。このため、株式のキャッシュフローの変動は極めて大きくなるし、それに応じて株価も変動することになり、大きく下がることも当然ある。もう一点、付加すれば、株価は企業業績の上昇とともにあって上がるであろうが、そこから大きく乖離することはない。また、企業業績は金利水準とも連動し、株価の上昇は、中・長期的にみて、金利水準から大きく乖離することもない。つまり、株式に投資するに際して、常に上がり続け、もしくは（経済恐慌のような状況を除外して）大きな下落がなく、金利水準をはるかに超えた収益率が得られると期待するのは、過剰期待であり、バブルを望むことでしかない。そして、今までの日本の株式市場の関係者は、意図的でないにしろ、それを期待してきたのである。

株式の発行についても、それが決して安い資金調達でないといえる。先に述べた株式からのキャッシュフローの説明でわかるように、リスクの大きい資金供給手段であるから、資金供給時点（つまりエクティティ・ファイナンスの時点）で、当然そ

のリスクに見合った収益が要求されるのである。今まで、エクティティ・ファイナンスが安い資金調達と思えたのは、持合いなどの株式の安定化がうまく機能し、また規制金利という環境も手伝って、株式の値上がり率が非常に大きかったからにすぎない。バブル崩壊過程はまた、企業の資金調達手段としてのエクティティ・ファイナンスの見直しを強要し、社債発行市場や証券化市場の発展を促すだろう。

今後の株価がどのように歩むのか、不確定な要因が多すぎる。しかし、証券不況期からの株価の回復に対しては、日本共同証券や日本証券保有組合の買い支えが直接効果があったとは言えない。結局のところ、政府の大胆な景気対策もあり、日本経済に力強さが戻ったことが、その後の株価の上昇をもたらしたのである。今後の株価を考えるに際しても、日本の経済の姿がどうなるのかが最大のポイントだろう。

## 〔注〕

- 1 本稿は、日本の株式市場の構造変化に関する中間段階でのまとめである。このため、十分に前後関係の調整がはかれていない部分も残っている。また、記述に際しては細心の注意を払ったつもりであるが、不適切な表現、事実誤認などがあればご指摘をいただきたい。本稿のような分析を行うに至った契機は、1990年、株価が下落を始めた頃、逸速く今回のような深刻な事態を予知した西田圭一氏（元日本債券新聞社）から、昭和40年当時の証券不況とその後の対策に関する情報および示唆をいただいたことが大きい。なお、西田氏からは当時の証券関係者からのヒアリング資料などの提供を受けた。さらに、『日本の株式市場』を大村敬一法政大学教授と一緒に書かせていただいた段階での議論、および株式持合いや株主権についての中島修三弁護士、宍戸善一成蹊大学助教授との議論から多くの示唆を得た。ただし、本稿の責任はすべて筆者にある。
- 2 本稿での機関投資家の定義は、個人ではない、法人の投資家のことである。
- 3 最近では、この5月に会社更生法の適用を申請したレック株式会社に関するインサイダー取引の噂の例がある。
- 4 とくに金融機関のディスクロージャーの不足について指摘する声が大きい。たとえば、日本経済新聞の1992年6月6日の「大機小機」は、上場銀行に対して不良債権に関するディスクロージャー不足を批判している。
- 5 たとえば、委託証拠金に利息が付与されない点（別の視点から見れば証券会社にとって無利息の資金調達になるというメリットがある点）と、事務負担の大きさが問題点として指摘できよう。
- 6 『昭和財政史』も証券不況期を大きな区切りとしている。
- 7 1951年11.7%、52年10.3%（東京証券取引所調べ）であった。なお、当時の銀行の貸出平均金利は9%台であり、配当利回りよりも低かった（ただし、当時一般的だった歩積両建を考慮していないため、実質の金利水準よりも低く出ている）。
- 8 配当を行っている銘柄の割合は、1950年59.5%、51年78.0%、52年86.3%、その後再び低下して55年には74.5%になっている。
- 9 『昭和財政史14』p423では、「最後は（1949年以降の）株価暴落過程で、大衆投資家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」としている。
- 10 財閥株の放出とともに、増資の急増が株式の過剰供給をもたらした（『証券百年史』p188）。
- 11 1949年12月に日本銀行が銀行や生保の買い出動を決定した。このほかの株価対策として、増資調整、信用取引制度の導入（50年）、証券投資信託制度の開始（51年）があった（『証券百年史』p188）。
- 12 『証券百年史』p219。また、当時の旧財閥は、解体された商社の合併、社長会の結成、商号の復活などを行っていた（『株式の持合と企業法』p42）。
- 13 たとえば、三菱化成が東亜合成の株式を15%買い集めたとされる（『証券年表』p309）。

- 14 『証券百年史』 p374。
- 15 『証券年表』 p309。
- 16 『証券百年史』 p274。
- 17 株式保有に関する独占禁止法の規定は、1949年、53年に緩和され、77年に強化されている（なお、持株会社の禁止については変化がない）。まず、1947年に制定された当初の独占禁止法では、金融業を営む会社（以下、金融機関という）の株式の保有については、自己と競争関係にある会社の株式の取得を禁止し、かつ一定規模以上の金融機関については相手会社の発行済株式数の5%超の保有を原則として禁止していた。また、一般事業会社については、他の会社の株式を取得することを原則として禁止していたのである。これが1949年の改正によって、一般事業会社について、国内で競争関係にある会社の株式以外は原則として保有が認められることになった（例外的に禁止される場合は、①当事会社間の競争を実質的に制限する場合、②一定の取引分野での競争を実質的に制限する場合、③不公正な競争方法により取得する場合である）。さらに、1953年の改正では、一般事業会社の株式保有を例外的に禁止する事項として1949年に定められた場合（上記①～③）のうち、①を削除した（なお53年の改正から、この例外的禁止規定は一般事業会社だけでなく、金融機関にも適用されることになった）。またこの1953年の改正では、金融機関についても、自己と競争関係にある会社の株式取得禁止の規定が削除されたとともに、保有制限割合も5%から10%に引き上げられた。なお、1977年の改正については本文2-(2)-i-dを参照。
- 18 『証券百年史』 p371。
- 19 最終的には、会社財産を危うくするに至っていないことと、あまりにも違反が広範だったことなどから、不起訴処分となった（『証券百年史』 p276、『昭和財政史10』 p569）。
- 20 集団取引とは、店頭取引の一種であり、特定の場所に証券業者が集まって有価証券の売買を行うものであるとされる。証券取引所の一角を利用することが多かった。
- 21 清算取引とは、買い方と売り方が相互に、①現物と現金の受け渡しとともに期日まで猶予して、②期日までに反対売買を行ってポジションを解消するとともに、③差金のみを支払うという売買方法である。先物取引の一種である。
- 22 『証券百年史』 pp252～3、同 pp227～9。このため、戦前の清算取引を代替するという役割を果たしていた。
- 23 旧三菱化成が、旭硝子、新光レーション、日本化成に分割され、旧株主に新株が割り当てられたが、その旭硝子の新株の権利が投機の対象となった。
- 24 解け合いとは、（現物の手当てがつかない売りや買いのポジションが多く）売買の決済が不可能になつたとき、一定の値段を定めて既存の売買契約を差金決済し、現物の受け渡しを回避する方法である。
- 25 『証券百年史』 p253、『昭和財政史10』 pp556～7。
- 26 『証券百年史』 p291。

- 27 『証券百年史』 p325、『昭和財政史 10』 p685。
- 28 バイカイとは戦前からの株式市場で慣行として行われてきた売買方法で、①顧客からの委託売買注文に対して証券会社が自己の計算で取引を成立させるもの（仕切りバイカイ）、②顧客からの委託売買注文に対して、その注文を受けた証券会社自身が別の顧客の委託売買注文と付け合させて取引を成立させるもの（付け合わせバイカイ）、③同一顧客のバイカイ（益出し目的など）、④同一証券会社のバイカイ（値付け目的など）、がある。バイカイを使えば取引所において売買注文をさらす必要がなくなり、証券会社の業務の自由度が高まる。
- 29 『証券百年史』 p326、『昭和財政史 10』 pp685～6。また、大量推奨販売を行う場合、証券会社はあらかじめ対象とする株式を大量に仕入れておき、バイカイを使って短期間に、一定の値段で売りさばくという方法をとった。
- 30 『証券百年史』 p326、『日本証券史資料戦後編第 4 卷』 p94。
- 31 『証券百年史』 p326、『日本証券史資料戦後 4』 pp393～395、『昭和財政史 10』 p688。
- 32 日本証券経済研究所の調査によると、東京証券取引所第一部上場銘柄の投資収益率（1954 年購入・61 年売却、配当収入を考慮）は年率 31.5% であった。なお、以下で投資収益率と言った場合は同じ出典である。
- 33 同じく、1961 年購入・65 年売却の投資収益率は 3.6% であった。
- 34 『証券百年史』（p319）では、証券不況期に関する事項として、証券会社の自己売買、運用預かり、証券投資信託、証券会社の登録制をあげている。
- 35 『証券百年史』 p316。
- 36 『日本銀行百年史 6』 p124。
- 37 『昭和財政史 10』 pp609、614。
- 38 表 3 にない 1958 年以前においても、ほぼ同様の状況だった。なお、この状況を証券会社の規模別に見ると、大手ほど自己売買の割合が大きかったとされる（公正取引委員会「証券市場における支配と集中」（1955 年）、『証券外史』 p367）。
- 39 『昭和財政史 10』 p612。なお、証券不況期の利付金融債の応募者利回りは 7.3%、割引債は 6.224 % であり、この間のコールレートよりも低かった。
- 40 『昭和財政史 10』 pp596～8。
- 41 品借り料は、1955 年から 60 年までは日歩 3 厘（年率 1.095%）、60 年以降は日歩 1 厘（同 0.365%）とされていた（通達による）。
- 42 『昭和財政史 10』 p598、『証券百年史』 p320。

- 43 『昭和財政史 10』 p625。
- 44 日本証券業協会連合会会長からの、大蔵省に対する要望。
- 45 「銀行よさようなら、証券よこんにちは」というキャッチフレーズが証券会社によって使われた。
- 46 『昭和財政史 10』 p586、『証券百年史』 p285。兼営すれば投資信託の株式売買委託手数料収入があるから、委託業務の経営が安定し、投資家のためになると考えられた。
- 47 『昭和財政史 10』 p587。
- 48 『証券百年史』 p320。
- 49 投資信託の株式組み入れ割合は1963年に82.4%に上昇し、それが市場時価総額に占める割合は61年に11.1%に達した。また組み入れられた株式の売買量は、1964年に市場全体の売買量の10.1%に達した。このため、当時の投資信託は「池の中の鯨」と呼ばれた。
- 50 当事は資金のアベイラビリティが低かったため、“ヒモ付き”的意味は大きかった。なお、ヒモ付きコールは1966年に全面的に禁止された。
- 51 『昭和財政史 10』 p609。
- 52 『証券百年史』 pp286～7。
- 53 『証券百年史』 p286。公社債引受協会調べによれば、新規発行事業債のうち、投資信託が買ったのは、1960年度45.8%、61年度33.7%に達した。
- 54 『昭和財政史 10』 p589。
- 55 『証券百年史』 P286。
- 56 『昭和財政史 10』 pp610～2。
- 57 『昭和財政史 10』 p612、『証券百年史』 p286。
- 58 『日本興業銀行七十五年史』 p487。
- 59 『日本銀行百年史 6』 pp128～30。
- 60 1963年に入り、「株式需給の大きな不均衡がいつの日か顕現して市場を混乱に陥れ、信用不安にまで発展する虞のあることが懸念され……かくては開放経済体制を間近に控えた我が国経済の対外信用面でも問題である」ので、一時的な株式の棚上げ機関の設置構想が金融界首脳の間で煮詰まったとされる（「日本共同証券株式会社史」p4）。なお、設立構想に関与した金融機関は、日本興業銀行（当時は中山素平頭取）がまず動き、それに富士銀行、三菱銀行が追随したとされ、大蔵省、日本銀行と協議の上、1964年1月に設立された。設立当初の株主は長信銀（2行）、都銀（東京銀行を除く）と証

券4社だったが、その後の増資に際して地銀、信託銀行、生保、損保などが参加した。株式買い入れ資金は、資本金300億円、市中銀行の協調融資1035億円、日本証券金融からの借入（実質的に日本銀行の資金）676億円であった。日本共同証券はこの資金で1905億円（増資払い込みを含むと1936億円）の株式購入を行ったが、株価の下落にともない担保繰りが限界に達し、またさらなる増資も難しい情勢になったため、その役割を日本証券保有組合に譲ることになった。なお、日本共同証券は山一証券の経営破綻にともなって新たな買い支えが必要になることを想定し、生保から250億円の株式を担保目的で借り入れたが、結局は市場が回復し、活用する必要が生じなかった。このような日本共同証券に対し、株価の下落を防止するという行動は証券取引法違反（相場操縦）ではないかという意見もあった（『証券外史』p312）。それに対し、危機的な状況だったので超法規的な行為が許されたという見方がある。山一証券に対する日本銀行の特別融資についてもそういう見方がされている（『昭和財政史10』p634）。

- 61 ただし、買い支え活動の末期（1964年11月）には4大証券会社と中堅証券会社10社から245億円分を直接買い入れた。
- 62 日本証券保有組合の構想も1963年頃からあった（『証券外史』p318）とされる。それが1964年になって本格的に検討されたわけだが、その背景は、銀行主導の株価対策に対する証券業界の反発・警戒観、日本共同証券の資金量や買い入れ方法に対する限界の明確化というようなものだったとされる（『証券外史』p318、『日本銀行百年史6』pp146～7）。この構想の具体化に際して、日本証券金融、東京証券取引所、そして野村証券が主に動き、大蔵省と日本銀行の了解を得たとされる。民法上の任意組合としての組合員資格は証券取引所の会員である証券会社とし、当初の会員数は9社、その後56社に達した。組合の目的は、投資信託保有株式の買い入れ、組合員保有株式の買い入れ（ただし売り戻し条件付き）である。資金は、組合員からの株式肩代わり見合い（肩代わり代金の10%）の出資（その他に同じく10%相当額以上の債券もしくは株券の預託が義務付けられていた）、日本証券金融を経由した日本銀行からの借入であった。1965年7月に最後の株式買い入れを行った時点では、株式買い入れ額2328億円（増資払い込みを含めると2349億円）に対して日本銀行からの信用供与は2,156億円に達した。なお、日本証券金融は日本証券保有組合の組合員に対して、組合出資金についても貸出を行っていたが、その資金も日本銀行から信用供与されていた。これを含めると日本銀行の信用供与は2,241億円であった。
- 63 『証券百年史』p314。
- 64 『昭和財政史10』p623。
- 65 『証券百年史』p319。
- 66 山一証券の経営危機は1964年半ば頃から問題になっていたとされており（『日本銀行百年史6』p151）、日本興業銀行からOBである日高輝氏が社長として派遣された。しかし、株式市場が低迷し、景気も不況状態にあったことから、山一証券の経営危機を表面化しないよう、マスコミに報道自粛を呼び掛けるなどの対応がなされていた。これが表面化したのは、報道自粛協定に参加していなかった西日本新聞がスクープ記事として5月21日に報道したことによる。かくして、その後の混乱を収束するため、5月28日に大蔵省、日本銀行、メイン3行（日本興業銀行、富士銀行、三菱銀行）が協議し、最終的には当時の田中大蔵大臣のイニシアティブで日本銀行の特別融資が決定した。また、その後、大井証券に対しても特別融資が決定されている。特別融資はメイン銀行を経由して日本銀行が貸付を行うというもので、実際に山一証券には282億円（1965年6月～7月実行）、大井証券には53億円

- (同7月～8月実行)が貸し出された。この山一証券に対する特別融資額は同じ時期の運用預かりの解約額の80%弱に相当した(『日本銀行百年史6』p156)。
- 67 『日本銀行百年史6』P154。ここでは山一証券の破綻が、運用預かりなどを介して証券業界に影響が及ぶことはもちろん、金融システム全体に対する波及の懸念もあったとしている。
- 68 『昭和財政史10』p630。
- 69 『昭和財政史10』p657。
- 70 『証券百年史』p312。『生命保険金融発展史』pp397～400。金融引締めにともない資金繰り上の売りが出たとされる。
- 71 『証券百年史』p289。
- 72 『昭和財政史10』p683。実際には、1967年に対内直接投資第1次自由化(50業種)、69年第2次自由化(155業種追加)、70年第3次(銀行・証券業50%自由化)、71年第4次自由化(個別審査対象の7業種を除きすべて自由化)、73年第5次自由化(例外5業種を除き原則として100%自由化)、という過程を経て資本の自由化はほぼ完了した。
- 73 『昭和財政史10』p593。
- 74 その他、この時期に株式安定化が進んだ要因として、第三者割当増資の活発化、第一次石油危機直前の過剰流動性が指摘される。
- 75 『日本共同証券株式会社史』pp73～78。『生命保険金融発展史』p439。
- 76 『日本共同証券株式会社史』p93。
- 77 『日本共同証券株式会社史』p73。はめ込みに対して、銀行業界は慎重な対応をしたようである。一方、生保は、運用先難もありかなり積極的に受けたとされる記述がある(『日本共同証券会社史』p72)一方で、1967年に入ると配当利回りが低下したために買い入れ抑制したという記述もある(『生命保険金融発展史』p436)。
- 78 『日本共同証券株式会社史』p78。
- 79 『日本共同証券株式会社史』p85。
- 80 株主割当てによる額面発行増資ではなく、公募による時価発行増資は1961年の増資ラッシュの時代にすでに導入されていたが、「時価発行は株主の権利・利益を害し、証券市場を混乱させる恐れがある、との見方が強かった」(『証券百年史』p338)ため、額面発行増資と併用されるにとどまっており、また証券業界も公募を抑制する方向で企業に働きかけていた。しかし、証券不況を経て、その原因の一つが過剰な増資にあったとされるようになり、マーケットメカニズムの働く時価発行増資に対する賛同の声が強くなり、証券業界と産業界が中心になって推進したのである。また環境的にも、自己資本の充実要請、株式に対する投資尺度が海外投資家の参入によって利回りからPERに変化して

いったことも時価発行増資に有利に働いた。このような中で、1969年に日本楽器（現在のヤマハ）が時価発行増資を単独で実施し（ただし株主優先割当て部分を付与）、成功した。以上のような状況に対して、1968年に、生命保険協会は「時期尚早であり、将来実施する場合にもプレミアム（発行価格と額面との差額）の還元を大前提とすべき」だとの、また全国銀行協会連合会は少しばかりニュアンスは弱いながらもほぼ同様の意見を発表している。とくに、生保業界は、その後もプレミアム還元を強く主張し続け、1975年以降、還元状況を調査・公表している。一方、時価転換社債は1966年に日本通運が発行した。それ以前、国内で発行された転換社債は額面での転換が条件であったため、これが時価での転換社債の第1号であった。その後、転換社債に対する拒否反応があったため、本格的に発行され始めるのは、日本楽器の時価発行が成功した後、1969年に入ってである。

- 81 親引けの正式呼称は「発行会社からの希望先申出分」とされる（『我が国企業の資金調達』p133）。親引けが用いられると一般投資家の手に証券がいきわたらないことになる。親引けに対する規制が本格化するのは、1973年6月に殖産住宅事件が発生したことによる。その年の7月に東京証券取引所は親引けを原則禁止とする運用方針を出した（『昭和財政史10』p671）。
- 82 『我が国企業の資金調達』p137。なお、最近のディスカウント率は3%程度である。
- 83 『我が国企業の資金調達』p134。
- 84 『昭和財政史10』p670。
- 85 松下電器産業事件は不起訴処分になった。一方、協同飼料事件は1984年に東京高等裁判所で有罪判決が出された。
- 86 法令に基づいた株価の安定操作を除き、総合証券会社や発行会社の関係者が当該株式の売買を行わないこと、総合証券会社が当該銘柄に対して積極的に投資勧誘しないことなどが定められた。その後、株価の安定操作に関する規定は改正・強化されている。
- 87 『独占禁止法』p102。
- 88 実務家の段階では、「1975年以降は、株主権というよりも株価に対する意識を（以前よりも）強めた上で、株式の安定化がなされた」という意見が多い。
- 89 『日本の株式市場』pp75～78を参照。
- 90 1987～89年度の3年間に銀行は11.5兆円エクティティ・ファイナンスを行っているが、同じ期間、市場全体では55.8兆円である。
- 91 『昭和財政史10』p657。
- 92 『大蔵省証券局年報昭和50年版』pp15～17。
- 93 『大蔵省証券局年報昭和50年版』p17。
- 94 『大蔵省証券局年報昭和52年版』p27。

- 95 本来的には、株価ではなく時価総額が業績の指標となるべきだろうが、日本では株価に対する“信仰”が強い。
- 96 持合いによって見掛けの PER は高まる。また、配当性向が低下すれば、時価総額は増加する。さらに、何らかのきっかけで、持ち合い関係にある企業のうち、一方の株価が上がれば、他方の株価も上がるという波及が生じうる。
- 97 1991年に売却する前提の場合、88年購入した株式の投資收益率は年率-3.0%、89年購入は-13.6%、90年購入は-11.3%である。
- 98 『日本の株式市場』 pp112～3 参照。
- 99 『日本の株式市場』 pp113～5 参照。
- 100 銀行、保険会社の信託勘定残高を「資金循環勘定（日本銀行）」で見ると、1984年3月末はそれぞれ2.4兆円、0.2兆円にすぎなかったが、90年3月末には15.8兆円、7.1兆円にまで増加している。
- 101 特金、金外信託の会計処理について、1987年に金融機関に対しては低価法を採用するよう指導が行われたが、ブラックマンデーによる株価の急落が、①低価法採用とともに評価損が発生し、②発生した評価損をカバーするために長期保有の株式を売却して益を出すという行動がとられ、③これがさらに株価を引き下げるのではないかと懸念された。このためもあり、事業会社の特金などに対して、1988年3月期までの決算期については原価法で評価し、それ以降の決算期は原価法と低価法の選択性を採用するとの方針を表明して安心感を与えるとともに、原価法・低価法による評価についても、組み入れられた銘柄を個別に評価する方法（個別方式）と、信託財産全体を1つの財産単位とみなして評価する方法（バスケット方式）の2方法を認めることになった。
- 102 生保の特金枠は、特金が認められた当初の1984年9月には3%だったが、88年1月に5%、90年10月に7%と、相場が下落する度に引き上げられた。
- 103 抽稿「規制は株式現物市場から派生市場へのシフトを促す」（週刊金融財政事情 1990年12月3日号）を参照。
- 104 インデックス運用を行う場合、とくに先高期待が強い場合、比較的買いやしい先物でまずインデックス・ポジションを確保し、その後に現物を買っていくという方法が一般的である。このため、大量にインデックス・ファンドが設定されると先物が上がりやすい。
- 105 日本経済新聞（1992年4月14日）。
- 106 全く駄目かどうかは別の議論であろう。
- 107 損失補填についてはすでに1989年11月に大和証券で発覚しており、その年の12月に営業特金の解消などについて、大蔵省から通達「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」が出された。
- 108 損失保証とは、損失が発生する前の段階において、将来発生するかもしれない損失について、財産上

の利益の提供を約束する行為である。これに対し、損失補填とは、すでに生じた損失について財産上の利益の提供を約束したり、実際に提供する行為である。従来の証券取引法（第50条）では損失保証は禁止されていたが、損失補填については禁止の条文がなかった。このため、1991年10月に証券取引法が改正され、ともに禁止になった。なお、これらは、損失だけでなく、利益が一定の水準に達しなかった場合にも適応される。

109 河本一郎ほか・座談会「損失保証・損失補填の経済的・法的位置づけをめぐって」（月刊資本市場1991年11月号）が良い参考になる。

110 飛ばしについて、「金銭の貸借契約であり、株式はその担保にすぎない」という主張もあるが、飛ばしの対象となった株式を担保として認識するには“貸借額”に比べて株式の評価額が少なすぎた（担保不足であった）。なお、日本証券保有組合に対し証券会社が買い戻し条件付で株式を売却したが、この場合は担保を差し入れていた。

111 大和証券と東急不動産、山種証券と日本住宅金融の子会社、コスモ証券とすかいらーく（ただし飛ばしの対象はゼロクーポン債）などが報じられている（日本経済新聞）。

112 1991年11月に大蔵省から「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律施行規則の一部を改正する省令」が出され、92年から、投資顧問会社の親証券会社への発注が原則として禁止された。

113 投資家別の株式売買状況を、東京証券取引所『証券統計年表』で見ると、「銀行部門（投資信託以外の信託勘定を含む）」が市場全体の売買（証券会社の自己売買を含む）に対して占めるシェアは、1980年代の初めまで2～3%程度だったが、84年から急速に上昇し、89年には20.3%に達した。これは特金などによる財テクが急増した時期と一致している。なお、特金、金外信託の売買回転率は年間3～4回にも達していたと推測される（『日本の株式市場』p78）。

114 株式市場の時価総額の名目GNPに対する比率をとれば、アメリカは66%、日本は86%である（1991年末）。ただし、流通可能な株式という意味では、日本の株式市場は名目GNPの26%にしかすぎない。

115 日本経済新聞1992年6月26日。

116 金融機関がコストの確定している資金で株式のような収益の定まらない投資を行えば、リスクが金融機関に集積するだろう。ただし、株式の期待リターンとその確定したコストとの差が大きければ、その差がリスクのバッファーとなりうる。（拙稿「生命保険会社におけるポートフォリオの考え方」、保険学雑誌1991年12月号参照）

117 これに関連し、相互会社形態の生保に自己資本概念を認め難いという意見があるが、生保が株式を財産利用方法書上30%持てるということに異議をはさむ意見は全くない。自己資本概念を認めないとしたら、株式保有をまず否定するのが整合的である。その上で、株式を保有しうる条件を示すべきである。

118 証券況期以降、株価の大幅な下落がなく、安定的に上昇してきたことも大きい。

119 区分経理は保険会社だけでなく、銀行などにも、複数の金融商品を取り扱う場合には必要だと考えら

れる。

120 これに対して、金融自由化の中では金融機関も自己責任原則に則り、自由にリスクをとり、最悪の場合には自由に倒産すればいいという議論もある。

121 自己株式の取得を株価対策に用いるためにだけ導入した場合、結果的に流通可能な株式数を減少させ、証券不況期以降の株式市場の悪しき構造をより強化してしまうという懸念がある。証券不況期以前に上場会社が自己株式を違法に取得していたことを想起すれば、このような懸念を持たざるをえない。また、現在議論されている自己株式の取得がどういう視点に立脚しているのか不明な点も指摘しておきたい。つまり、自己株式の取得が基本的に負のエクティ・ファイナンスを意図しているとすれば（自己資本の効率化を目的とする取得などはその典型だろう）、バブルの時代にほぼすべての上場企業が行った（正の）エクティ・ファイナンスとはいってい何だったのか、という素朴な疑問である。自己株式の取得を議論するときには、まず少なくともこの点について説明すべきであろう。なお、筆者は自己株式取得には基本的に賛成である（拙稿「企業資金調達の再考」、ニッセイ基礎研究所調査月報 1990 年 7 月号参照）。

株式市場の歩み	
1945. 8	日本証券取引所の各市場臨時休会（ソ連参戦に伴う） 敗戦
11	GHQ、財閥解体の実施を指令
12	東京、大阪で集団売買開始
1946.11	日本国憲法公布
1947. 3	証券取引法（22年法）公布（一部施行）
4	独禁法公布（49年、53年改正）
7	22年法に基づき、証券取引委員会設置
8	旧財閥所有証券の第1回一般売出し開始
12	臨時金利調整法公布（金利の規制化）
1948. 4	証券取引法改正、公布（23年法）、証券業者の登録制 同法施行
5	
11	証取法65条施行
1949. 4	GHQ、証券取引3原則指示
5	GHQ、1ドル=360円に設定
1950. 2	東証、大証、名証の立会い開始
6	日本証券金融発足
1951. 6	朝鮮動乱勃発
	信用取引開始
1952. 4	証券投資信託法公布、施行
7	日米平和条約発効
1959.12	証取法改正（証券取引委員会廃止、証取審設置）
1961. 6	証券大手4社、証券投資信託委託会社設立（委託と販売の分離）
10	ソニーADR、ニューヨーク市場への登録申請受理
1962. 4	東証、大証、名証第二部市場開設
1963. 7	ジャパンファンド、SEC登録
1964. 1	大蔵省、「証券会社の財産管理等について」通達（坂野通達）
4	日本共同証券設立
6	日本、IMF8条国に、OECD加盟
1965. 1	大蔵省証券局発足
3	日本証券保有組合設立
5	山陽特殊製鋼倒産
1966. 9	日銀、山一証券などに対して特別融資を決定
1967.10	証取法改正、公布（証券業者の免許制移行）
1968. 3	日本通運、時価転換社債発行
4	バイカイ廃止
1969. 1	証券会社の運用預かり業務廃止
1970. 2	証券会社、免許制へ全面移行
1971. 1	日本証券保有組合、凍結株放出完了、解散
8	日本楽器（現ヤマハ）、時価発行増資
1972. 7	投信に外国証券の組み入れ認可へ
1973. 4	日本共同証券解散
	ニクソン米国大統領、金・ドル交換停止
	円、変動相場制
	メリル・リンチ東京支店に証券業免許
	時価発行増資に対する利益配分ルール決定

1973. 7 10	日本証券業協会発足 第4次中東戦争勃発（第一次石油危機）
1975.12	財政特例法公布、施行（国債の大量発行始まる）
1977. 2 4 6	株式売買委託手数料、売買代金基準に 連結財務諸表制度実施 改正独禁法公布（株式保有制限の強化）
1978.11 12	米国、ドル防衛策を発表 イラン革命勃発（第二次石油危機に発展）
1979. 4	譲渡性預金発行（預金の自由化始まる）
1980.12	改正外為法施行（対外・対内証券投資の自由化）
1981. 6	改正証取法、新銀行法公布（金融機関の証券業務一部認可）
1982.10	改正商法施行（単位株制度、新株引受権付社債発行可能に）
1983.11	上場基準緩和、店頭市場整備・拡充
1984. 4 5 6 9	外為実需原則撤廃 日米円ドル委員会報告書公表（金融自由化の本格化） 銀行、公共債ディーリング開始 生保・損保に株式特金認可
1985. 4 9 10	複数の格付け機関設立 G5、プラザ合意（ドル高修正） 東証、債券先物取引開始
1986. 2 7 11	東証に外国証券会社の会員 利益配分ルール、配当性向方に統一 証券投資顧問業法施行
1987. 2 6	NTT上場 大証、株先50取引開始
1988. 1 7 9	大蔵省、特金、ファンドトラストの決算処理基準強化方針 BIS、自己資本比率規制の国際統一基準公表 東証、大証で株価指数先物取引開始
1989. 4 6	インサイダー取引規制施行 消費税、キャピタルゲイン課税実施 大証、株価指数オプション取引開始
11	東京金融先物取引所、取引開始
12	ベルリンの壁崩壊
1990. 4	大蔵省証券局、損失補填・営業特金の禁止などの通達発出
8	投資顧問会社、厚生年金基金の資産運用開始
11	証券会社の自己資本規制実施
12	イラク、クウェート侵攻
1991. 6 10	外資系投資信託委託会社への免許付与 5%ルール、改正公開買付制度の施行
1992. 5 6	野村証券などの損失補填発覚 証取法改正・公布（損失補填の禁止、一任勘定取引の禁止） 証取法改正、証券取引等監視委員会設置へ 金融制度改革関連法成立

(資料) 有沢広巳監修『証券百年史』、日本経済新聞社、1978年  
 西方俊平編『図説 日本の証券市場』、財経詳報社、1991年  
 日本証券経済研究所編『証券年表』、1989年 などに基づき作成。

〔主要参考文献〕

- ◇有沢広巳監修『証券百年史』、日本経済新聞社、1978年
- ◇植松勲編著『合併・株式保有と独占禁止法』、商事法務研究会、1985年
- ◇大蔵省財政史室編『昭和財政史——昭和27~48年——第10巻』、東洋経済新報社、1991年
- ◇大蔵省財政史室編『昭和財政史——終戦から講和まで——第14巻』、東洋経済新報社、1979年
- ◇草野 厚『昭和40年5月28日』、日本経済新聞社、1986年
- ◇実方謙二『独占禁止法新版』、有斐閣、1992年
- ◇東京証券業協会『証券外史』、1971年
- ◇中島修三『株式の持合と企業法』、商事法務研究会、1990年
- ◇日本共同証券財団『日本共同証券株式会社史』、1978年
- ◇日本銀行『日本銀行百年史』、1983年。
- ◇日本興業銀行『日本興業銀行七十五年史』、1982年
- ◇日本証券経済研究所編『日本証券史資料戦後編第4巻』、日本証券経済研究所、1984年
- ◇日本証券経済研究所編『証券年表』、日本証券経済研究所、1989年
- ◇日本証券経済研究所編『現代証券事典』、日本経済新聞社、1981年
- ◇山一証券『我が国企業の資金調達』、商事法務研究会、1977年
- ◇山中 宏『生命保険金融発展史増補版』、有斐閣、1986年
- ◇大村敬一・川北英隆『日本の株式市場』、東洋経済新報社、1992年

## 訂正とお詫び

調査月報'92年8月号目次に下記のとおり誤りがあり、読者ならびに関係者各位にご迷惑をおかけしました。訂正してお詫び申し上げます。

誤：株式市場の構造とその変化<sup>(1)</sup>

正：株式市場の構造とその変化