

わが国証券市場、 証券業界の戦後70年

二上季代司

Kiyoshi Nikami

(公益財団法人)日本証券経済研究所
大阪研究所 / 所長
滋賀大学 / 名誉教授

I はじめに

戦前戦後を通じ、わが国の金融システムは「間接金融優位」と形容付けられてきた。言い換えれば「銀行」が果たしてきた役割のウェイトが大きく、それだけ「銀行」についての言及が多かった。その反面、「直接金融」の仲介機関である証券会社については顧みられることが少なかった。というよりも、科学的に検討した文献は皆無に等しい¹⁾。

本稿では、戦後70年を振り返って、わが国証券市場と証券業界が日本経済に果たした役割を総括し、今後、どのような役割が期待されるのか、展望してみたい。なお、日本の証券業界が、期待された役割を遂行する過程で迫られた経営対応については、すでにある程度、検討を加えている²⁾。そこで、本稿では、わが国証券市場および証券業界が日本経済に対してどのような役割・機能が求められたのか、について考えてみたい。この問題の解明には、その役割・機能が、どの程度まで満たすことができたのか(あるいはできなかったのか)、ということまで明らかにする必要があるが、それはのちの課題にしておきたい。

本稿の構成は以下の通りである。2節では、証券市場の仲介者である証券会社の金融的機能について理論的な論点整理を行う。次いで第3節では、銀行融資を含む金融システム全体の中で証券市場および証券会社の金融的機能が、どのような位置づけにあるか、確認する。4節では、戦後70年の日本経済の歩みを、資本蓄積条件の如何によって時代区分し、その中で、証券市場および証券会社はどのような役割が求められ、どのように対処したのか、時代の経過とともに、期待される金融的機能はどのように変化していったのか、こ

1) わずかに、首藤恵『日本の証券業』東洋経済新報社、1987年、二上季代司『日本の証券会社経営』東洋経済新報社、1990年などがあげられるに過ぎない。

2) 拙著、前掲書。

の点を確認、整理する。証券市場の持つ金融的役割は複数あるのであって、おかれた経済的諸条件によっては、経済界が求める金融的機能の優先順位は異なってくるのである。最後の5節では、現時点において、証券市場、証券業界にはどのような金融的機能が求められているのか、そうした期待される金融的機能を果たすうえで十分な体制にあるのか、について検討する。

II 証券業務とその金融的機能

教科書的に整理すると、証券業務の基本的類型としては、①委託売買業務(ブローカレッジ)、②自己売買業務(ディーリング)、③引受業務(アンダーライティング)、④分売業務(ディストリビューティング)もしくは募集取扱業務、の4つをあげることができる。これら4つの業務について、その果たすべき金融的機能を挙げれば、①と②は投資家に対して提供される「取引相手の探索機能」、③と④は、発行者に対して提供される「資金調達の保証機能」ということになる。

取引相手の探索機能

証券流通とは、発行者から見れば「満期変換」(短期資金の長期資金化)であるが、保有者から見れば「権利の移転」である。証券流通が円滑になれば、それだけ満期変換機能が向上し、調達資本の長期化は容易となる。しかし、そのためには「権利の移転」にまつわる障害を出来るだけ除去する必要がある。その障害には大略二つあって、一つは権利移転に際して生じうる権利の所在の不明確さである。これは有価証券法制の整備によって解決が図られていく。

もう一つの課題は、取引相手の探索である。取引当事者自身が相手(売り手は買い手、買い手は売り手)を容易に探索できなければ、証券流通は円滑に行われ難い。そして取引相手を探索しやすくする努力は、証券取引所の設立へと結実するのであるが、証券取引所の設立と同時に取引者自身も取引所会員(ブローカー・ディーラー)とその顧客に分化していく。会員証券業者は、証券取引所の専一的利用者として取引所施設の設立・維持・利用のコストを支弁する一方、ブローカーの立場で顧客に対しその利用サービスを「切り売り」し、そのコストを「委託手数料」によって回収する³⁾。

ブローカー・ディーラーは証券取引所と一体となって取引相手の探索機能を向上させているのである。そして、証券流通市場において探索機能が発揮されてこそ、証券発行による長期資本の調達も可能となるのである。

資金調達の保証機能

証券発行では、発行者自ら発行をアレンジして資金調達することも可能ではあるが、こうした直接発行(=自己募集)は、①自らコストを払って投資家を探索し勧誘しなければならず、②勧誘に失敗して発行が未達成になるリスクを負わねばならない。証券発行の頻度と規模が大きくなるにつれ、そうした探索コストとリスクは大きくなる。そこで、やがて専門的な知識と経験をもった比較的規模の大きい投資家が、新規発行証券をいったん全額買い取り、投資家仲間にそれを転売するという慣行がおのずと発生し、専門的な引受業者が投資家の中から分離してくるのであった。

具体例を挙げれば、18世紀後半のイギリスや大陸ヨーロッパで投資家の中から「Loan Contractor(発行請負業者)」と呼ばれる引受業者が生じ

3) 取引当事者が取引相手を探索する努力の中で、証券取引所が設立され、それと同時に取引者自身が証券業者と顧客投資家に分化するプロセスについては、二上季代司・代田純編著『証券市場論』有斐閣、2011年、第6章および二上季代司「証券ブローカー業の起源」『彦根論叢』391号、2012年springを参照されたい。

てくるが、ウォーターマンやチャップマンは、これがマーチャントバンクの先駆者であるといい、代表例としてベアリング商会やロスチャイルド商会をあげる⁴⁾。こうしたアンダーライター・ディストリビューターの役割は、発行者に所定の発行金額が低い募集コストでかつ確実に調達できることを保証することにある。

アドバイザー機能と資本の効率的配分

証券業務の基本的類型は以上の4つであるが、それらに付随する業務としてアドバイザー業務がある。投資対象の銘柄分析や資産管理に関するアドバイザーは、証券業とは別に「投資顧問業」という独立した業種によって担われているが、証券業との境目は事実上、不明確である。というのは証券業にも投資顧問業的な機能が付随しているからである。

ブローカーは、証券取引所内で日常的に取引に接していることから、市場情報、銘柄情報に関しては情報優位にある。このため、ブローカーも顧客に対して投資アドバイスの提供など付随サービスを行っている。こうした投資助言サービスは投資勧誘の一環として行われており、それに対するコストは、証券取引所が固定手数料制度を堅持していた時代には、顧客が発注した時に支払う売買手数料によって十分、支弁できていたため、独立した業務とはみなされていなかった。しかし、手数料が自由化されてからは、こうした助言サービスが質的にも拡充されて「資産管理業務」として固有の証券業務として確立されてくる。

同様に、アンダーライターについても発行会社に対して資本政策等の財務アドバイザーサービスが付随していた。これも、当初は証券引受けの一環として行われていたものが、徐々に質的に拡

大していったのである。すなわち、アンダーライターは発行を保証するときに、発行会社の事業・財務状態に関する情報を収集・解析し、保証に値するかどうかを審査する。投資家が応募してくれるかどうか、金融市場全体の状況調査を行いながら発行価格や金利・年限などの発行条件を決め、具体的な発行案件を発行会社と協議しながら決定していく。これらはアンダーライターの審査、起案(originating)機能といわれるもので、発行証券の募集活動を円滑に遂行するためには、この審査・起案機能は必要不可欠ではあるが、この機能に対して別途の代価が払われているわけではなかった。

しかし、複数の引受業者からなる引受シンジケートが結成されるようになると、それを代表する幹事会社(Manager)が審査・起案業務を担うことになり、これに代価(「幹事手数料」)が支払われるようになって、独立した業務となっていく。さらには、引受け案件の受注活動の中で、顧客企業の資本政策、投資政策等のアドバイスを行うようになり、やがて事業再編や合併・買収などのアドバイザーも行うようになってくると、単にアンダーライターの付随業務ではなく独立した固有のビジネス(コーポレート・フィナンシャル・アドバイザー業務)として確立してくるのである。

上記のような投資顧問業やブローカーが行う投資家向けのアドバイザー、引受業者が行う発行会社向けのアドバイザー業務は、どのような金融的機能を果たしているのだろうか。投資アドバイスの一つは、証券価格が適正であるかどうか、である。割安であれば買い推奨をし、割高であれば、売り推奨をする。このアドバイスの結果は需給関係を通じて証券価格に反映され、株価はファンダ

4) M.H.ウォーターマン(志村嘉一訳)『アメリカの資本市場—その歴史と投資銀行業—』東洋経済新報社、1965年6月。チャップマン(布目真正訳)『マーチャントバンキングの興隆』有斐閣、1987年12月。

メンタルな要因に基づく価格に収斂していく。さらにより重要な投資アドバイスは、投資対象の企業・業種の成長性に関するものである。当該企業・業種が成長企業・業種であれば利益成長が期待されるので「買い推奨」をし、逆の場合は「売り推奨」をする。この結果、成長企業・業種の株価は高く評価され、停滞企業・業種の株価は低く評価される。

こうした証券価格がシグナルとなり、株価が高く評価された成長企業・業種は高い価格での証券発行が容易となり、反対に株価が低迷する停滞企業・業種は困難となる。こうしたシグナルとしての証券価格の意味を受け止めて、企業価値を高めるべく、発行会社に新規投資や他企業・事業部門の買収、逆に自社株買い戻しや部門売却などの投資政策とこれに関連する資本政策を提案するのがコーポレート・フィナンシャル・アドバイザーである。この結果、長期性資本は、停滞的な企業・業種から成長性の高い企業・業種へと移転、配分されていくのである。

Ⅲ 金融システムにおける証券業務の役割

以上は、証券業務それ自体に即して、それが持つ役割についてみた。そこで、次に証券市場、証券業務の役割を金融システム全体の中に位置づけて再評価しよう。要約すれば、証券業務の役割としては、①取引相手の探索機能、②証券発行の保証機能、③投資家・発行者へのアドバイザー機能の三つがあげられる。これらは、証券市場の持つ、①流動性提供機能、②長期性資本の供給

機能、③資本の効率的配分機能を、仲介者として現実化させ、機能向上に貢献しているのである。

資金調達における競合と補完

証券市場は金融システムを構成する一部にすぎず、銀行を中心とする融資市場とは競合関係にあるだけでなく補完関係にもある。すなわち銀行融資と証券発行とは資金調達面で競合関係にあるが、補完関係も存在するのである。たとえば、銀行融資は「負債」であり、株式とはリスク配分の観点から見ると「優先・劣後」の立体関係にある。

この関係の持つ意味については、成長途上にある企業の場合と、経営不振下で再建過程にある企業の場合とで分けて考える必要がある。まず成長途上にある企業の場合、株式のようなリスク・キャピタル(劣後性資本)が多ければ多いほど、それが緩衝帯(バッファー)となってシニア・キャピタル(融資や社債などの負債性資本)の調達が容易になる。つまり株式による資金調達が容易になればなるほど、全体として成長企業の資金調達能力も増強されるのである。

他方、経営不振企業の再建過程では、減資による損失処理、増資による自己資本拡充によって、既存の負債の元本回収確実性を高め、財務面での健全性を回復させるという効果がある。こうした企業再建に絡む減資・増資は、個別のケースにおいてもみられるが、わが国の場合、戦後直後の戦時補償打ち切りに伴う損失処理において、「企業再建整備法」の名のもとに、強権を持ってこのような減資・増資が行われた歴史がある(後述)。

資本配分における競合と補完

今一つ、資本配分機能においても競合と補完関係がみられる。証券市場では、証券価格がシグナルとなって資本配分が行われる。この場合、資本

配分が行われた後の成果も「株価」に反映されるため、成長産業と思って投資しても、見通しが外れば、それが再び株価下落の形で反映され、次回から資金調達はしにくくなる。多数の投資家の多様な意見が継続的に株価に集約され、たえず見直しがおこなわれているのである。

他方、銀行融資においては、調査部における業種分析や融資部における企業向け融資審査を通じて、どの業種のどの企業にどれだけの融資をするのか、を決定している。銀行の基本的な立場は資金回収の確実性があるかどうかであるが、成長企業・業種であればあるほど融資額も多くなり、当該銀行のビジネスが拡大することはいうまでもない。

では、資本配分機能において、証券市場と銀行融資はどう異なり、関係しているのだろうか。第一に、両者は資本配分の事前と事後のチェックの仕方が質的に異なっている⁵⁾。銀行の融資審査や事後的なモニタリングは、モニターの主体（銀行の調査部、融資審査部など）が少数であり、かつ事後的なモニタリングが単発である。このため審査コストは安上がりだが、事後的な修正が効きにくいのである。これに対して株式市場では事後の成果が株価に反映され、絶えず見直される。修正が効きやすいのである。

しかし、こうしたシグナルとしての株価が適正に形成される（これを「価格発見」という）ためには、証券業者の投資アドバイザーだけでは不十分である。開示制度の整備やアナリストによる企業調査、さらには証券取引所における売買システムの整備など、公正な価格形成のためのインフラ・コストが必要なのである。こうしたコスト負担は銀行融資の場合と比べ、格段に大きくなる。

したがって、フランクリン・アレンは、資本配分機能における証券市場と銀行の優劣は当該対象企業の産業特性に依存するという。伝来産業（農業、鉄鋼、化学など）は技術が既知であること、また競争的産業では失敗・成功の企業比較が容易であること、そうした産業では投資の成果が見通しやすく、大きく外れることもないから、限られた数の銀行による審査体制で十分であるし、コスト面からも効率的である。

他方、ITやバイオテクノロジー等の新興産業は、過去の事例がなく情報が過少で成否が見通しにくい。また寡占企業は比較できる同業他社が少ないため、投資の成否のチェックがしにくい。そうした産業では、投資の成否が株価に反映され、かつまた多様な投資家によって絶えず株価のチェックがおこなわれる証券市場のほうがすぐれている、という。

上記のように、銀行と証券市場は、産業特性に応じて使い分ければ効率的な資源配分機能を発揮できるのであって、まさに両者は金融システムにおける「車の両輪」といえるのである。

IV 戦後70年の日本経済と証券業界の役割

以上の理論的整理を踏まえたうえで、戦後70年の日本経済における証券市場・証券業界の役割、機能についてみよう。その際、日本経済70年の歩みを、(1) 戦後復興期(1945~55年)、(2) 高度成長期(56年~73年)、(3) 安定成長期(74年~91年)、(4) 低成長期(92年~)の4つに時代区分しよう。これらの時代ごとに、証券業界に期待された機能、役割は異なっているのである。

⁵⁾ 資本配分における証券市場と銀行融資との優劣の比較については、フランクリン・アレン「株式市場と資源配分」『フィナンシャル・レビュー』1993, Juneに依拠している。

(1) 戦後復興期

敗戦直後のわが国証券市場におこった最大のイベントは「財閥解体」であった。財閥解体は戦力の主体的条件の一つであった財閥組織の分断を目的に本社持株の強制公開を命じたものである。このため1946年8月、持株会社整理委員会が発足した。同委員会は、83社を持株会社に指定、56名を財閥家族に指定し、彼らの保有株を譲受して、証券処理調整協議会（SCLC、47年6月発足）を通じて処分することにした。このほか、会社証券保有制限令などにより処分を強制された株式を含めると、SCLCを通じた株式処分の金額は当時のわが国総株式金額437億円の実に42%に相当した。

これと並んで、1946年10月、戦時補償特別措置法が公布され、「戦時補償」が打ち切られることになった。戦時補償とは、①戦争損害保険金に対する政府補償、②軍需会社への発注契約打ち切りに伴う損失補償、③国家総動員法や軍需会社法に基づく種々の命令によって生じた損失補償の3種類からなっており、もしこの補償を打ち切ると、損害保険中央会、保険会社、軍需会社等への銀行融資は焦げ付く恐れがあった。補償関連の融資は全国銀行融資総額の実に3/4を占めており、銀行の打撃は計り知れないものがあった。

そこで、金融機関および企業の損失の最終負担者を確定するため、金融機関・会社経理応急措置法によって資産・負債の新旧分離を行い、金融機関・会社再建整備法によって確定損失を確定益、積立金、減資、債務切捨ての順で処理し、最後は増資を行わせた。この結果、1950年ごろには主な大企業、金融機関の再建整備は終了した。

つまり、終戦時から1950年頃までの株式発行市場は、①財閥解体等に伴う株式売り出しと、②

再建整備増資からなっていた。しかし、この発行市場では調達された資金は生産用途に使われたのではなく、銀行借入金の返済に充当された。たとえば、財閥持株会社および指定家族からの譲受株式の処分代金の処理をみるとその大部分は債務返済と税金に使われている⁶⁾。また企業再建整備増資は1948年、49年に集中しているが、この両年の株式発行手取り金966億円のうち、約半額の470億円が債務返済に使われている⁷⁾。

このように、戦後復興期の株式発行市場の果たした役割は、戦争に伴う損失を株式市場に転嫁し、あわせて資本構成の是正を図って次の高度成長を迎えるにあたっての財務基盤を整備したのである。

ちなみに、財閥解体などによる株式売り出しの処分方法は、一般入札と引受売出しをあわせ、株数で45.5%、金額で60.4%を占めており⁸⁾、1948年、49年に集中していた。一般入札では証券会社の落札度合いが高く、この両年に限ってみれば、証券会社の関与は極めて高かったのである。また再建整備増資は公募増資によって行われ、証券業者による引受け募集業務は繁忙を極めた。

この大量に供給される株式を売り捌くべく、証券会社は全国に営業網を整備していったのだが、それを成し遂げたのは大手証券4社（野村、山一、日興、大和）であった。戦前、公社債専門家として全国主要都市にすでに支店網を整備していたことがこの時期の営業網の確立に有利に働いたのであった。戦前の投資家層は、財閥家族や寄生地主などの一部の富裕層に限られていたが、彼らは財閥解体、農地解放等により没落していた。したがって大量に供給される株式の消化先としては、全国の零細な大衆投資家層を新たに開拓する必要が

6) 持株会社整理委員会『日本財閥とその解体』復刻版、原書房、1973年、pp447-449。

7) 三菱経済研究所『企業の成長と収益性』東洋経済新報社、1961年、p324。

8) 三菱経済研究所、同上、pp320-321。

あった。大手証券は全国的な営業網を形成し、大量の社員セールスで、こうした大衆投資家層を顧客として開拓していったのである。そして、大手証券のこうした全国的な営業網と大衆顧客層が、次の高度成長期に大企業の旺盛な資金需要を満たすことに貢献するのである。

(2) 第一次高度成長期

高度成長期(1956~73)の実質GDP成長率は、年平均で9.1%である。65年までの第一次高度成長期は民間設備投資主導型、それ以降の第2次高度成長期は輸出主導型といわれ、資金需要は極めて旺盛であった。第一次高度成長期の証券市場を、中村孝俊は「限界資金源」と評した。というのは、この時期の企業金融においては、景気が活況から過熱の時期にかけて、銀行借入れが急激に高まり、不況期には財政資金が高まる。不況の後期から景気の回復期の金融緩慢期に社債の比重が大きくなり、好景気の後期から後退の初期には株式発行が急増する。つまり景気の上昇から高揚は銀行借入れによって主導され、さらにその他金融機関からの借入れ、社債及び株式の発行によって補完されると同時に肩代わりされている⁹⁾。

すなわち、高度成長期の資金供給の主たるルートは銀行借入れである。増資、起債はその補完物であり、限界資金源なのである。そのようになった理由は増資形態の中心が「株主割当額面発行」であったこと、低金利政策のもとで起債調整が不可避であったことによる。さらにその根底には、資金供給の絶対量を上回る資金ニーズがあったからである。

公募時価発行では、応募未達になる恐れがあり、たとえ増資に成功しても公募価格割れが発生すると次回の増資が困難になる。事実、これに先立つ再建整備増資では、大量の公募価格割れが発生したが、これは法令上(企業再建整備法)、強制された公募増資であって自主的なものではなかった。このため、高度成長下で大量の資金調達に迫られていた当時の経営者達は公募時価発行に踏み切る自信がなく、額面で既存株主に新株を与える方法を選択したのである。

また起債市場でも、低金利政策のため社債応募者利回りが低位に抑え込まれ、一般消化は困難な情勢であった。にもかかわらず、起債が可能であったのは、日銀信用を享受できる銀行が消化したからである。すなわち、1947年から55年まで、日銀は適格担保社債事前審査制度により、銀行に対し担保適格と認めた社債については国債担保並みの優遇条件で日銀借入れに応じていた。これは、事実上、適格銘柄のみに資金を割り当てる起債調整といえよう。

1955年に一時的な金融緩和が訪れ、上記の事前審査制度は撤廃されたが、57年半ばからの金融引き締め期に債券消化力が低下すると、今度は「自主調整」の名のもとに、社債受託銀行8行(興銀、三井、三菱、富士、住友、三和、第一、勧銀)が中心となる起債調整が行われた。受託8行会は、日銀適格債を担保に日銀信用を享受できることを根拠に「格付け基準」を設け、これに沿って起債調整を行ったのである。この「格付け基準」は日銀の事前審査制度を踏襲しており、事前審査制度は、創設当時の「傾斜生産方式」に適合的な内容であったため、電力・鉄鋼・造船・海運など重厚

⁹⁾ 中村孝俊『高度成長と金融・証券』岩波書店、1965年。

長大産業に資金が重点的に配分されるような審査基準になっていた。

すなわち起債調整の直接主体が日銀・大蔵省から受託銀行8行に移ったという違いはあるが、日銀信用をバックに銀行中心の資金割当てすなわち資本配分が行われていたのである。これはまた、当時の高度成長の産業特性とも整合的であった。鉄鋼など伝来産業のほか石油化学・自動車・家電・エレクトロニクスなど、当時の日本では新産業ではあるが、すでに欧米において確立された産業分野で、外国技術の導入を伴った設備投資に主導された高度成長だったからである。これらの新産業は欧米で花開いており、その成否は見通しやすかったのである。

したがって、当時の証券市場に期待された機能は「資本配分機能」ではなく、「資金調達機能」であった。そしてまた、増資形態が株主額面割当てであったため、この資金調達機能は証券発行市場ではなく流通市場において発揮されたのである。

すなわち、時価より安い額面で株主に新株を割り当てるため、ほとんど失権株は出ず、証券会社の引き受けは不要なのであるが、増資のテンポが速いため、割り当てを受けた株主は増資払込金を調達するため親株の一部を売却したのである。証券会社はこれを買取って、新たに開拓した顧客に売りさばっていった。新たな顧客の資金が親株の売買という形を通じて増資新株の払込資金となったという意味で、こうした行為は、形式的には「ブローカー・ディーラー」業務であるが、実質的には「発行引受」業務であったといえよう。

この一連の行為をさらに前段階に進めて、増資をしそうな企業の株式を前もってディーラー部門や兼営している投資信託部門で手持ちさせ、時期

を見計らって仕込んだ株式を大量に推奨販売し、増資公表後に大量に売却される親株をさらにディーラー部門などで買い支え、再びこれを新規に開拓した顧客にはめ込んでいく、いわゆる「推奨販売」政策が大手証券で盛んにおこなわれた。この販売政策は、顧客の意向を無視したものとしてしばしば問題視されたが、形式的にはともかく、実質的には「買取り引受け」と同様の機能を果たし、増資新株の円滑消化に貢献したことは否定できないだろう。

しかし、株主割当額面増資は株価が額面を上回りさえすれば持続可能であり、株価が下落しても増資の抑止力として機能しにくい、いいかえれば「価格メカニズム」が機能しにくい増資形態なのである。1961年夏には、国際収支対策として日銀は金融引き締めに転じたが、迫りくる「資本自由化」に対処した競争力強化のため、設備投資は衰えを見せず、銀行借り入れの代替として増資が強行されていき¹⁰⁾、ついに過剰増資は株価の暴落を招いて1965年の「証券恐慌」に至るのである。

ところで、第一次高度成長期に証券業界の果たした役割は、金融ひっ迫期に強行される増資新株を安定消化させるべく、販売力の拡大に終始した。その方策は大量の社員セールスの採用と店舗網の拡大であった。また在庫力も増強する必要があった。この方策としては、ディーラー金融力の強化とともに兼営していた投資信託の預かり資産拡大策がとられたが、投信の規模拡大は当然のことながら投信の販売力増強に依存した。また資金需給がタイトな金融環境で日銀信用も得られない証券界にとって、自前で拡張できる資金源泉としては「運用預かり」しかなかった。運用預かりは、品借料を代価に、販売した割引金融債を預かり、これ

10) 増資に先立つ銀行借り入れによって企業は「オーバーボロウイング（過大借り入れ）の様相を呈し、しばしば「自己資本の充実」を名目に増資を奨励する政策がとられた。政府の諮問機関である「証券取引審議会」はこの当時、しばしば自己資本拡充策を提案しているが、このうち実施に移された配当軽減策等はその典型的事例である。こうした「自己資本充

実策」がさらに増資を過大に行わせしめた一因となった。

をコール取入れの担保に流用するというものである。したがってディーラー金融を強化するためにもやはり割引金融債の販売力を必要としたのである。

こうして、人件費と店舗関連費用、さらには高利のコール金利と品借料で、コスト構造は固定化していったが、収入源の多くはブローカー手数料と売買益であり、ともに相場変動に大きく左右される収入構造になっていた。この収支構造のミスマッチが、証券恐慌期に一部の証券会社破たんとなって露呈した。

そこで、証券恐慌後の証券会社行政は、開業規制の強化(1968年、登録制から免許制へ転換)をタテに、ブローカー業務だけで収支が均衡するよう合理化を迫った。その結果、免許を下付された証券会社は半減した。この体制で、証券業界は証券恐慌後の市場変化に対応していくことになる。

(3) 証券恐慌後

証券恐慌は実体的には「過剰生産恐慌」であって、企業利益の減少が増資強行による発行株式の増加と相まって、急激な1株当たり利益の減少を招き、それが株価低落となって、証券会社の手持ち株式売却損・評価損を招いて証券会社経営を圧迫したことが原因である。そこで、政府は需要刺激策をとるべく戦後初の「赤字国債」を発行した。第一次高度成長期に投下された製造設備が稼働し始め、1968年ごろから日本経済は貿易黒字が定着した。こうして、再び日本経済は、スケールメリットで競争力向上を追求するべく、輸出主導型の経済成長の軌道に乗っていく。輸出超過とともに外貨準備は累積していき、資金需給環境は以前よりは緩和の方向へと向かっていった。このことが

証券発行市場において徐々に変化を生んでいった。

まず増資形態に変化が起こった。1968年に日本楽器(現ヤマハ)が踏み切って以来、公募時価発行は徐々に増え始めていく。1970年代半ば以降、公募時価発行は株主割当額面発行に代わって増資の主流形態となり、バブルが崩壊する1990年まで続くのである(表1)。

表1 全国上場会社株式発行額

	株式合計 (百万円)	株主 割り当て	公募	第三者 割当
1955～59	152,239	96.2%	3.3%	0.4%
1960～64	534,446	93.0%	6.5%	0.5%
1965～69	270,466	93.2%	5.2%	1.6%
1970～74	748,576	48.6%	46.2%	5.2%
1975～79	890,104	39.8%	56.3%	3.9%
1980～84	1,227,353	16.8%	78.2%	6.0%
1985～89	3,675,118	12.0%	86.0%	2.1%

(注) 株式合計額は、5年間の年平均額。公募には新株引受権等の権利行使を含む。

(出所) 東京証券取引所「証券統計年報」より作成

証券市場において、ようやく株価をシグナルとするリスク性資本の配分機構が確立されるかに思われたが、直ちにそうなったのではなかった。その理由は、この時期に株式持ち合いが急速に進んだからである。

1964年の為替の自由化、OECDへの加盟に続き、わが国は1967年から1973年までに5次にわたって「資本自由化」に着手することを世界に向かって約束した。資本自由化により外国資本は自由に日本に投融資を行うことができるようになる。企業経営者は、外資による日本企業の買収を懸念したのである。こうして、1967年ごろから猛烈な「株式持ち合い」が進展していった。株式持ち合いは、互いに有妙な関係にある企業間で株式を持ち合

い、株主総会では白紙委任することで、互いに外部からの経営介入を排除しようとするものである。

株式持ち合いは、終戦直後の財閥解体時によって株式が強制売却され、浮動化した株式に対する買い占め事件が多発したことに対する防衛策として1952年ごろから始まった。金融般関（投信除く）の持株比率は1950年（12.6%）→60年（23.1%）へ、事業法人は同じく11%から17.8%へ上昇した。他方、65年から75年にかけて、それぞれ23.4%→33.4%、18.4%→26.3%へ上昇した¹¹⁾。

こうした株式持ち合いでは、自らの経営権を守るために会社財産で相手企業の株を取得するのであって、買い付け価格に上限がない。経営権防衛という買い付け目的には採算基準がなく、限界があるとすれば財務力だけなのである。しかもこの時期には、額面増資時代に割当てを受けた保有株が多かったことや、会計処理が低価法であったために評価益は含み益として温存され、株価が上昇すれば含み益が膨張して買い余力は膨らむという状態にあったのである。

しかも、いったん保有すると、株価が高くなっても互いに持ち合い株を売却しようとしない。市場から隔離されているのも同様であり、こうした持ち合い株の割合が高くなると、市場に出回る株は品薄となり、わずかの売買で値段が変わりやすくなる。

こうした状況下で公募時価発行増資が始まった。公募増資を行えば、当然、既存株主の持ち株比率は低下する。そこで持ち合い関係にある企業は持ち株比率の低下を回避しようと、「親引け」や増加する浮動株を互いに時価で買い増していった。すなわち公募増資のたびに市場では「採算基準を持たない」法人買いが誘発される。この結果、適

正株価の発見にノイズが入ることになり、資本配分のシグナルとしての株価が歪み、資本のミスアロケーションが発生しやすくなる。これは1980年代後半のバブル期に顕在化するので、詳しくは次で検討することとし、この時期の証券業界の果たした役割についてみておこう。

株式の持ち合いは、互いに相手株を持ち合うことで相互に信頼しあうものであるが、このことは、もし相手が約束を破れば、互いに報復することを内に秘めている。具体的には、株主総会で反対すれば当方も反対するし、相手が自社株を売却すれば、当方も相手株を売却する。そこで、これを担保するため、信頼のおける証券会社に保有株を保管させることとし、あわせて自社株の保有状況を監視させたのである。この結果、持ち合い関係にある企業の取引先証券会社はおのずと同一の証券会社へと収斂し、その証券会社は公募時価発行の時の幹事証券¹²⁾になるのが自然であった。

幹事証券の地位を得れば、持ち合い株を預かることができ、持ち合い強化の際には株式売買発注を獲得することができる。また、公募時価発行の際には幹事手数料や引受手数料を取得することができる。このように幹事証券になることのメリットは大きく、猛烈な幹事競争が生まれるのだが、その決め手は販売力であった。販売力があれば、増資後の株価下落を食い止めることができるし、高値での時価発行が期待できるからである。こうして、この時期の幹事証券は、引受審査の正確さや起案力の良しあしというよりも販売力強化によって競われることになった。

11) 東京証券取引所「株式分布状況調査」より算出。

12) 幹事証券会社とは、証券の公募発行の時に、複数証券会社が引受に加わるときに、そのまとめ役として、発行会社と折衝する証券会社をいう。

(4) 安定成長期

証券恐慌後、株式市場において上記のような変化が生じていたが、債券市場においてもやや遅れて大きな変化が起こっていた。1965年の赤字国債発行は、額も少なく金融市場に与える影響も小さかったが、第1次石油ショック(1973年)以後、規模が格段に大きくなり、これが「金融自由化」の引き金となった。

低金利政策を維持したままでの赤字国債発行は、消化難を起すため、発行元の大蔵省と発行事務を担当する日銀は、証券会社を通じた一般消化を発行額の10%程度にとどめ、90%は銀行団に引き受けさせた。その際、日銀は銀行団に対し、保有国債の売却を禁じ、発行1年が経過すれば保有国債の全額を理論価格で買取ることを約束した。つまり、銀行は、1年たてば売却損が出ない条件で換金できるし、優遇金利で国債担保の日銀借り入れが受けられるのである。

しかし1973年の石油ショックによって日本経済は深刻なスタグフレーションに陥り、景気振興のため大規模な財政刺激策をとらざるを得なくなった。以後、日本経済は財政支出主導の「安定成長期」に入った。この時期(1974年～91年)の実質GDP成長率は4.2%であった。

安定成長期の赤字国債の発行規模は格段に大きくなり、1977年、日銀はインフレ懸念からそれまでの慣行である発行1年後の国債全額買いオペを継続することができなくなった。この結果、流動性不足に陥った銀行には、保有国債の売却を認めざるを得なくなった。こうして、1977年以降、信用リスクの最も低い金融資産である国債が大量に

証券市場に出回ることとなった。国債流通利回りが形成され、それが自由性金利のベンチマークとなり、低金利政策は継続できなくなった。こうして金利自由化が一挙に進んだのである。

表2 全国上場会社社債発行額

	社債合計 (百万円)	普通 社債	転換 社債	ワラント 社債
1960～64	206,318	94.0%	6.0%	0.0%
1965～69	472,519	97.2%	2.8%	0.0%
1970～74	961,044	76.0%	24.0%	0.0%
1975～79	1,968,194	72.6%	27.4%	0.0%
1980～84	2,930,586	44.9%	49.9%	5.2%
1985～89	11,422,381	15.7%	50.2%	34.1%

(注) 社債合計額は、5年間の年平均額
(出所) 表1に同じ

このことは、戦後長らく起債市場を牛耳っていた受託銀行中心の起債調整が根拠を失うことを意味したが、起債市場の自由化は一挙に行われたのではなかった。受託銀行界の力の源泉は、日銀信用だけではなく、「募集の受託制度」という排他的な募集制度、有担保主義、社債登録制度、社債発行限度枠など、様々な法制度や慣行に守られていた。そこで、起債市場の自由化は最もしやすい分野から着手されたが、それが転換社債であった。転換価格は株価を基準に設定する時価転換社債であるため株式市場と連動し、自由化を進めるうえで受託銀行の譲歩が得られやすかったからである。かくて、社債発行も、転換社債等のエクイティ・ファイナンスが中心になっていく(表2、参照)。

(5) バブルとその崩壊

前掲、表1、2によれば、増資形態の主役が株主

割当から公募に移った1970年以降、公募増資の金額が増加している。これに加えて潜在的に新株発行を内包する転換社債、ワラント社債も急増している。これらエクイティ・ファイナンスは1980年代後半には、合計で年平均12.7兆円に上る。

エクイティ・ファイナンスをすれば浮動株が増えるので、持株比率を維持するための株式持ち合いがこれに続く。せっかくの「低利資金」が一部、持ち合いに使われることになるが、この持ち合いは下がろうとする株価を下支えし、法人保有株の含み益を温存させる効果もあり、「エクイティ・ファイナンス」と「持ち合い」の繰り返しを可能にする。

このようなことが繰り返される過程で株価上昇傾向が強まり、一層大規模な公募増資と株式持ち合いのスパイラルが進行していった。80年代に入ると、経済成長率がさらに低下、金融緩和状態が常態化し、長期金利は低下していく。それとともに融資先に銀行がバックファイナンス付き特金運用の提案を親密証券、友好証券に紹介し、大手証券等もまた営業特金とセットになったエクイティ・ファイナンスを提案していく¹³⁾。

この過程で法人保有株の簿価は徐々に上昇、含み益の膨張が止まり財務面から持ち合い続行は困難になっていく。こうしてエクイティ・ファイナンスと持ち合いの規模バランスが崩れた時、「バブル」ははじけ、株価は暴落をはじめた¹⁴⁾(すでに1988年には金融法人、事業法人とも株式保有比率は下落に転じている。前掲「株式保有状況調査」)。

この時期、金融機関も証券会社も、資源のミスアロケーションに加担したとあってよいだろう。高

度成長期のリーディング産業は成熟期を迎え、新興産業の育成・発展に寄与するような金融システムへ転換すべき時期に来ていた。新興産業への資本配分では、その成否が株価に反映される「証券市場」の優位性が高いのである。ところが、その株価は、「持ち合い」によって歪んでいたのである。また、金融機関は「金余り」のなかで、土地担保融資にのめりこんでいた。金融機関の融資先は歴史的に重厚長大の産業が多く、それらはおしなべて「装置産業」であって物的担保には事欠かなかったから、有担保主義は日本の金融機関の「文化」にすらなっていた。そして担保の中でも「土地」は用途が広く、融資先企業の経営が悪化しても、あらゆる産業において転用可能のように思えたため、企業再建も容易に進め得る、と考えたのだろう。この結果、新規取引先開拓においても安易な土地担保融資を行っていったのであろう。

こうして、バブル期の証券市場では、シグナルとしての株価が機能せず、銀行融資においても融資先企業の収益性審査が行われず、ともに資本配分チェック機能を欠いたまま、バブルに加担していった。

V バブル崩壊後の日本経済と証券市場、証券業界の課題

株価の下落とともに、法人持ち株の含み益は減少し、銀行や企業のバランスシートが悪化し始めた。それとともに持ち合い解消が始まり、それがさらに株価を下押ししていった。株価下落により、保有株の評価損が累積し、これに土地価格の下落

13) 「特金運用」とは、特定金銭信託勘定を利用した運用のことである。証券会社に運用指図書を白紙のまま渡して売買を一任するのが「営業特金」、信託銀行に運用を一任するのが「ファンド・トラスト」である。一任する際に、大口定期預金金利を2~3%上回る利回りを約束しているケースが多く、これが1991年夏に「損失補てん事件」として大問題となった。ちなみに特金残高は1984年3月末、2.6兆円から89年9月末46.8兆円まで膨張している(全国銀行協会『全国銀行財務諸表分析』各年度版より集計)。

14) 以上、株価については拙稿「株式価格形成の理論と逆利回り革命」(『証券アナリストジャーナル』51巻2号、2013年2月)を参照。

が重なって、金融機関の「不良債権問題」が表面化し、深刻化していく。そこで、持ち合い株の売却が始まり、それがさらに株価を押し下げるといふスパイラルが加速していった。こうして1997年の証券会社および銀行の危機から2003年のメガバンク誕生を経過してようやく銀行保有株の処分売りが一段落し、株価は底を打った。この一連の過程は、株価下落を通じて不正常的な企業経営を淘汰した時代であり、株価という市場メカニズムにより資本の配分・再配分が機能する時代がようやく始まったといつてよいだろう。

このように見ると、バブル崩壊以後の証券市場、証券業界の抱える課題がどのように変わってきたのか、理解できると思われる。

まず株式市場では、過剰な資本が配分されている業種、非効率な経営を行っている企業から資本を引き揚げて、成長が期待されている業種、経営効率の高い企業に資本を配分できる市場へと脱皮する必要がある。そのためには、株価がそのシグナルとなれるように、株価にファンダメンタル・ファクターが迅速に反映され、フェア・バリューが形成されるような市場でなければならない。

また、経営者がシグナルとしての株価に敏速に反応し、実際の経営に反映させるような仕組みができていなければならない。過剰投資によって採算が悪化しているのであればすみやかにリストラを行う、という経営判断を実行に移さなければならないし、もしそれができないのであれば、買収の脅威によってそれを強制させるという仕組みができていなければならない。株価による市場規律とか、コーポレート・ガバナンスの強化といった言葉がバブル崩壊以後、盛んに出てくるのはそれなりの現実背景があるのである。

おりしも2014年には、スチュワードシップ・コードが公表され、主要な機関投資家197社がこのコードの受け入れを表明している(2015年9月現在、金融庁調べ)。スチュワードシップ・コードは、機関投資家が、投資先企業のモニタリングと対話、議決権行使の方針設定と結果の開示、ガイドラインの順守状況の運用委託者への定期報告などを通じて、投資先の企業価値向上をはかるための行動規範である。さらに2015年6月から、東証はコーポレート・ガバナンス・コードを上場規則の一部に取り入れた。コーポレート・ガバナンス・コードの目的は、不祥事の抑制(コンプライアンス遵守)に加え企業価値の最大化や企業理念の実現に向けて経営陣を動機づけることにあり、それを担保すべく独立取締役の採用等を義務付けている。スチュワードシップ・コードは株主の行動を規律付け、コーポレート・ガバナンスは株主からの要請を受けて経営者を規律づけるものであるが、その前提としては、シグナルとしての株価が公正妥当な水準を反映していることが必須の条件である。

証券市場においては、まずフェア・バリューな株価が形成されるように、情報生産機能を向上させることが必要であろうし、証券取引所による上場企業の淘汰選別機能を向上させるべきである。具体的にいえば、取引所の上場政策において、不適切な企業には上場廃止によって退出を強制するといったことが必要である。事業の組み換えがしやすくなるような企業再編法制が2000年前後に整備されていったが、これはそういった時代的要請に基づくものであろう。

証券業界について言えば、アナリストの質量の両面での拡充を通じて適正な企業評価ができるように努めること、それを踏まえて、アドバイザー

機能を向上させることが重要である。適正な企業評価に基づく資本配分を企業に提案できることがコーポレート・フィナンシャル・アドバイザーの役割であり、資産配分を投資家に提案できることが投資アドバイザーの役割である。

こういったアドバイザー機能は伝統的な証券ビジネスからみるとこれまで付随業務的な位置づけにあったが、今後はそうではなく、アドバイザーが本業になるぐらいの意識を以ってビジネスに当たる必要があると思われる。逆にこれまでの伝統的なビジネス(ブローカー・ディーラー・引受・セリング)の収益性は、手数料自由化等によって低下する傾向にあることから、これらのビジネスについてはコスト低減の方策を考えるべきであろう。

The Role Played by the Post-War Japan's Securities Industry

Kiyoshi Nikami

This article evaluates the roles that our country stock market and securities industry served as for post-war Japanese economy.

In the recovery period of 1945-49, they contributed to the rebuilding and soundness of the financing structure to becoming it, by imputing the loss that major commercial banks and companies suffered by war to the new stockholders.

For the subsequent period of high growth 1950s-60s, they contributed to also supplying a fund quickly in large quantities.

In the economic maturity and slowdown period of 1970s-80s, price mechanism, that is, capital allocation function according to stock price was expected. However, hardly proper stock price formation was performed by shares of cross-shareholdings, which was carried out as a counter-measure of capital liberalization in same time. Therefore, stock market as well as banks, was caused excessive finance and led to formation of a Bubble Economy.

Since 1990, the bubble collapsed, cross-shareholdings began to decrease by the subsequent stock market crash. Finally, conditions under which capital allocation function based on the price mechanism works is well-equipped.

Issues of Stock Exchange are the efficiency of the trading system aimed at improving the price discovery function and the strengthening of selection sorting function of listed companies. On the other hand, issues of securities

companies, are fundamental stock price formation by fostering and improvement of investor advisory service as well corporate financial advisory service.

