

# 戦後復興期の金融構造（5）

## —新しい証券市場の幕開け—

鈴木 恒 一

### The Opening of New Securities Market in Post-war Japan

Koichi SUZUKI

#### Abstract

Directly after the end of World War II, Japan's Stock Exchange was closing. Bonds and stocks were traded on the unorganized and decentralized market known as the over-the-counter market. The Japanese Government wanted to reopen the stock exchange as soon as possible. However, GHQ directed the Government not to reopen the exchange till after implementation the new Securities and Exchange Law.

Thereupon, Japanese Government implemented the Securities and Exchange Law in 1947. Next year, however, this Law was revised by a large margin under the supervision of the GHQ. The GHQ wanted new law to mirror closely the US system. By the revision, financial intermediaries such as banks were prohibited, in principle, from engaged in securities business.

Through the implementation of Securities and Exchange Law of 1948 was expected that Japanese business financing would transfered from indirect financing to direct financing. However, such a expectation has been disappointed. The fundamental reason may be found the underdevelopment of institutional investors such as trust funds and pension funds in the Japanese economy of that time.

#### はじめに

戦後の証券市場は、戦前とは様変わりな変化をとげた。その変化には多くの内容が含まれているが、とくに重要なのは昭和23年（1948年）の「証券取引法」の制定であろう。当時は、戦後の金融改革の方向がなお具体化されていなかった頃であるから、この段階で、戦後の証券市場の方向が明確に示されたことは、極めて注目すべきことといってよい。ただ、当時はなお戦後の混乱期であり、激しいインフレーションが進行していた時期でもあったから、証券市場が企業金融に大きな役割を果たしたわけではなかったが、国民大衆が証券取引に参加する契機を作り、やがて日本の証券市場を大きく発展させる土台を形成したという意味は大きい。

もっとも、戦後半世紀以上を経過した今日においても、日本の証券市場が企業金融の中核としての地位を占めたかといえば、なお未だしというべきである。日本の企業金融は、戦前から、銀行を中心

とする間接金融優位の構造を持っていた。昭和20年代前半は、戦争の終結によって経済システムが大きく動揺し変化しつつあった時期であっただけに、そうした企業金融の構造にも変化が期待され、またそうした変化を促すための制度改正が行われた。それにもかかわらず、今日までそうした期待が実現したといふ難いのはなぜか。これは極めて大きい問題である。本稿は、この問題を正面から取り上げるといふわけではないが、戦後における証券市場の新しい出発の状況を概観しながら、そこにこのテーマの答えが既に内在していたことを示そうとしたものである。

## I. 終戦直後の証券市場

### 1) 流通市場

#### イ. 店頭取引から集団取引へ

終戦時における日本の証券市場は、ほとんど壊滅状態であった。すなわち、終戦直前の昭和20年(1945年)8月10日、日本証券取引所(昭和18年の「日本証券取引所法」により設立された全国単一の証券取引所)の市場立会は停止されたまま終戦を迎えることになった。終戦後、政府は10月1日を期して取引所を再開しようとしていたが、連合軍総司令部(GHQ)は、9月25日の覚書で、最高司令官の承認なしに市場の再開は認められない旨を通告してきた。GHQの意向は、新しい「証券取引法」の制定が、市場再開の前提ということであった<sup>1)</sup>。

こうして取引所の再開は不可能になったが、しかし取引所での立会が停止されていたからといって、証券取引が行われていなかったわけではない。終戦直後の混乱のなかで、債券や株式の換金売りが続出し、終戦後間もない9月には、そうした債券や株式が証券会社の店頭で売買されていた。しかし店頭での仕切り売買では店によって価格が異なり、公正な価格形成という点で問題があったし、円滑な流通も期し難かった。そのため12月には東京・大阪で、ある特定の場所に業者が集まって行う集団取引が始まり、そうした取引はその後次第に他の地域に広がった。これは、いわば非公式な取引所といってもよいが、大蔵省もGHQもこれを店頭取引の延長として黙認した。そして取引所が再開される直前の昭和24年(1949年)3月末の時点で、こうした集団取引が行われてきたのは以下の場所であった<sup>2)</sup>。そして取引所再開が認められるようになると、これらの場所に証券取引所が開設された。

		主 催 機 関	場	所
東	京	東京証券業協会	東京都中央区	日 証 館 内
大	阪	大阪証券業協会	大阪市東区	絵 野 証 券 内
名	古 屋	名古屋証券業協会	名古屋市中区	日 証 ビ ル 内
京	都	京都証券業協会	京都市中区	京 都 証 券 内
神	戸	神戸証券業協会	神戸市生田区	日 本 ビ ル 内
広	島	広島共同証券	広島市銀山町	旧 日 証 市 場
福	岡	西部証券	福岡市天神町	西 部 証 券 内
新	潟	新潟証券業協会	新潟市上大川前通	旧 日 証 市 場

#### ロ. 株式取引

以上のような全国の株式取引の実績は、集団取引・店頭取引の双方を合わせて、取引所再開までの期間についてみると、まず昭和21年(1946年)で156百万株(うち、集団取引は55百万株)であった。これは戦前(昭和9-11年、清算取引・実物取引の合計の年平均)の約6割に当たり、当時の状況からみてそれほど小さい数字ではない。翌22年には、これが845百万株に膨脹し、その後の取引も株数・

金額ともに急拡大した（表1）。このうち集団取引を地域別にみると、東京が過半を占め、これに大阪・名古屋を加えると、全体の約9割を占めた<sup>3)</sup>。

（表1）証券取引所再開までの株式取引状況

（単位 株数、百万株、金額、百万円）

昭和	集団取引		店頭取引		合計	
	株数	金額	株数	金額	株数	金額
21年	55	…	101	…	156	…
22年	190	…	655	…	845	…
23年	260	37,949	1,495	207,258	1,755	245,206
（うち1～6月）	(88)	(10,865)	(472)	(57,370)	(559)	(68,235)
（ “ 7～12月）	(172)	(27,084)	(1,023)	(149,888)	(1,196)	(176,972)
24年1～4月	215	44,647	1,206	243,758	1,421	282,405
（参考）	清算取引		実物取引		合計	
9～11年平均	252	27,573	11	380	262	27,953

（資料）日本銀行統計局『本邦経済統計』（1949）

この間、昭和21年2月の金融緊急措置実施は、証券取引にも深刻な影響を及ぼした。すなわち、この措置によって株式または出資の払込み資金については封鎖支払（封鎖預金の振替によって支払決済を行う制度で、したがって現金の引出しを伴わない）が認められたものの<sup>4)</sup>、証券売買についてはすべて新円による決済に限定されたからである。その結果、証券売買は事実上、停止せざるをえない状況に追い込まれた。ところが、証券市場関係者からの要望によって、金融緊急措置実施後6日目にしてこの制度は改められ、証券買入代金の封鎖支払が特例として認められるようになった。こうして証券売買は新円取引と封鎖支払取引の二本建てで行われるようになったが、今度は封鎖預金で株式を買い、それを売却して新円を入手するという事例が目立ったため、同年6月、大蔵省は封鎖支払いによる証券買入れについての規制を強化した結果、その後の証券取引はおおむね新円取引に一本化された<sup>5)</sup>。このような状況からも推測されるように、金融緊急措置が証券取引の決済をどのように扱うかという点で、当時いささか混乱があったようである。そうした当時の状況や雰囲気について、次のような証言が残されている<sup>6)</sup>。

（以上のように、証券売買に封鎖支払が認められると——筆者）封鎖預金による株式買いは急速にふえていった。ほとんどの人は、欲しいものは株でなく、新円なのである。証券会社が発行する「買付け証明書」を銀行に持って行き、封鎖預金（旧円）を下ろす。これを新円と交換する。もちろんその際のレートは10対8ないし10対6、つまり旧円1,000円を新円の800円か600円ぐらいと交換するのである。

新円を多額に持つヤミ屋とか第三人とかに証券会社が橋渡しする場合もあったろうが、かなりの部分は証券会社の運転資金の中から支払われ、証券業が高い利潤を得た時代があったのだ。

株式売買を通じての“封鎖破り”は、角度を変えると金融措置令の違反であり、カラ売買を実売買にみせかける詐欺罪とも解釈できる。東京地検が証券業者の何人かを拘引した一幕もあったが、結果は「法の不備」ということで決着がついた。

当時はこのように混乱した状況ではあったが、株式取引の規模は着実に増加し、株価もまた上昇していった。とくに昭和22年末から翌23年2月にかけては、株式ブームの様相を呈した（図1）。なかでも23年1月13日の東京市場における売買高は639千株と終戦以来の最高記録で、その後その年の半

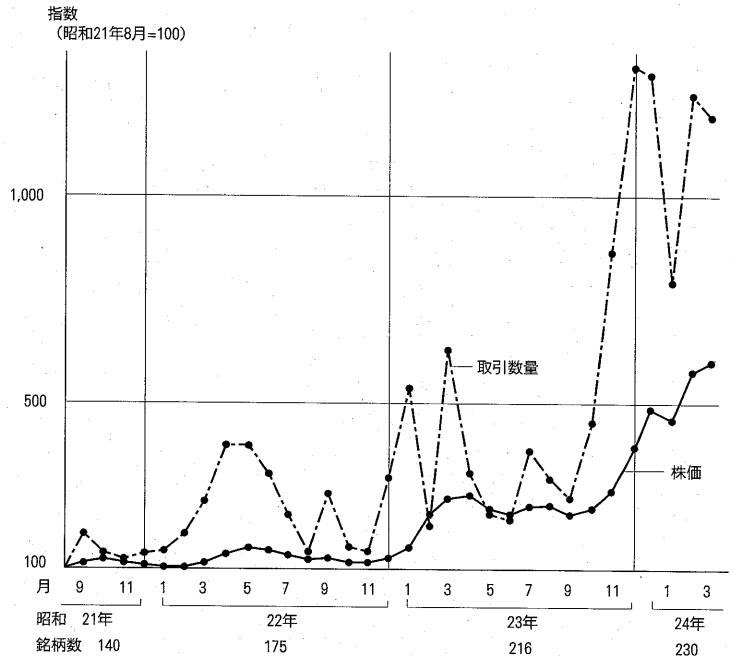
ばはやや沈滞気味であったものの、秋以降、再び活況を呈した。こうした株式市場の活況は、後述の「証券民主化」運動が軌道に乗ってきたこと、当時なおインフレーションが進行していた状況でインフレ・ヘッジの視点から株式投資が見直されたこと、証券金融が拡充されたことのほか、米ソ対立を背景にしてアメリカの対日政策の転換が始まろうとしていた、といった事情がその背後にあったとみることができる<sup>7)</sup>。しかし当時の市場取引は、前述のように自然発生的に始まったものだけに、不健全な投機取引や不正な取引もあって市場が混乱するという事態もあり、大蔵省が警告を発したり、取締まりを強化するということがしばしば起こった<sup>8)</sup>。

#### ハ. 債券取引

債券の取引についても、株式の集団取引に付随する形で、まず戦時中に発行された小額債券（勸業債券・貯蓄債券・報国債券等）の換金化を中心に、証券会社の店頭で開始された。しかし、このような取引では価格が不統一になることは避けられなかった。そこで、売買の公正と円滑化を図る趣旨から、昭和21年5月、有価証券業協会員によって証友会が結成され（それまでの株和会と証和会が合併）、主として小額債券類の気配交換会（週2回）を行うようになり、相場は概ね一本化された。このような店頭取引の実績を東京市場でみると、昭和22年の7億円から始まり、その後次第に増加したとはいえ、翌23年で35億円、さらに24年で232億円にすぎない<sup>9)</sup>。

その後一時的に債券売買が活発化した時期もあったが、戦後の債券流通市場は長く不振を極めた。その基本的な原因は、債券の応募者利回りが政策的に低く抑えられていたためである。したがって当時の債券売却はかなりのキャピタル・ロスを覚悟しなければならなかった。そこに債券売買の制約があったし、債券流通市場としては不自然さがあった。こうした状況の中で、実は、昭和24年2月GHQが日本銀行に対し、国債・復興金融債（復金債）<sup>10)</sup>の証券取引所上場についての意見を求めた。これに対し日本銀行は、取引所上場は適当ではないと回答した。その理由として、日銀は、国債・復金債の売買価格が発行価格をかなり下回っている状況で証券取引所に上場すれば、国債・復金債を大量に保有している金融機関の経営に対する影響が大きく、結局、新発債の応募者利回りを大幅に引上げざるをえなくなるとした<sup>11)</sup>。当時は金融機関資金通準則<sup>12)</sup>に基づいて半ば強制的に国債や復金債を金融機関に引受けさせ、結果的にそれらの低利発行を維持していたから、こうしたシステムを前提とすれば、日銀の見解はやむをえなかったものといえよう。

(図1) 終戦後の東京株式市場



(資料) 野村証券調査部『証券統計要覧』(昭和30年版)

## 2) 発行市場

### イ. 株式公募

戦後最初の株式公募は、昭和21年4月の「新日本興行」100千株であったが、この公募は当日直ちに申込み超過締切りとなった。以後、22年2月までに、26社、873百万円の公募売出しが行われた。これを東京市場についてみると、株式公募の規模はかなり早いテンポで拡大した。また業種別には、造船・造機、繊維工業、化学工業などの金額が大きかった（表2）。23年8-10月には銀行・信託会社等金融機関の再建整備計画に基づく増資が行われた<sup>15)</sup>。また24年にはドッジ・ラインによる金融引締めの影響で企業の資金調達に株式発行への依存を高めたため、株式公募が急拡大した<sup>16)</sup>。

(表2) 株式公募状況 (東京市場)

(単位 株数、千株、金額、百万円)

昭和	公募株数・金額		業 種 別			
			銀行・保険	造船・造機	繊維工業	化学工業
21年 7~12月	株数	2,257	400	70	—	—
	金額	96	20	4	—	—
22年	株数	7,378	550	590	717	240
	金額	398	28	32	25	20
23年	株数	32,520	8,900	12,079	4,567	950
	金額	2,364	445	863	626	86
24年	株数	92,558	780	12,996	7,774	14,125
	金額	9,538	43	1,066	918	1,516
合計	株数	134,713	10,630	25,735	13,058	15,315
	金額	12,396	536	1,965	1,569	1,622

(資料) 東京証券業協会『東京証券業協会十年史』

### ロ. 債券発行

戦後暫くの間は、債券発行の大部分は国債と復興金融債（復金債）によって占められており、その多くが日本銀行と大蔵省預金部によって引受けられていた<sup>15)</sup>。民間企業の社債発行は、昭和20年12月の倉敷絹織（株）の借換債6百万円が戦後最初のケースであるが<sup>16)</sup>、昭和23年までは、民間社債の発行は極めて低調で、電力債・鉄道債等の発行が僅かに行われたにすぎない。昭和24年になると、国債の発行は依然として多いが、復金債の発行は減少し（24年4月以降は発行停止）、地方債、民間の金融債・事業債の発行が増加した（表3）。

昭和24年に地方債の発行が急増したが、こうした地方債は大都市に属する地方公共団体が発行する分を除けば非公募債が中心で、これらは証券業者の斡旋によって地元の地方銀行や農業協同組合によって引受けられた<sup>17)</sup>。なお地方債の起債については、昭和22年制定の地方自治法および同施行令によって原則として自由とされたものの、実際には「当分の間」所轄行政庁の許可を要することとされた（地方自治法第250条<sup>18)</sup>）。事業債の発行も昭和24年になって急増した。この背景には、後述のような日本銀行の起債市場育成策があったが、いずれにせよ、戦後における事実上の起債市場再開は昭和24年と考えてよかろう。

### 3) 証券保有の分散

終戦後、証券取引に大きな影響を及ぼしたものとして、GHQの覚書に基づく財閥の解体作業と閉鎖機関の整理作業があった。まず財閥解体についていえば、昭和20年11月のGHQ覚書により、政府

(表3) 公社債発行状況

	昭和	国債*	地方債	金融債	うち復金債	事業債	合計
発行額 (百万円)	21年	21,254	148	1,821	—	726	23,948
	22年	55,203	745	42,776	40,900	340	99,064
	23年	37,875	929	88,262	87,100	515	127,581
	24年	90,692	3,166	56,957	40,000	16,555	167,370
構成比 (%)	21年	88.7	0.6	7.6	—	3.0	100.0
	22年	55.7	0.8	43.2	41.3	0.3	100.0
	23年	29.7	0.7	69.2	68.3	0.4	100.0
	24年	54.2	1.9	34.0	23.9	9.9	100.0

\* 政府短期証券は含まない。

(資料) 日本興業銀行『全国公社債明細表』

は翌21年8月、持株会社整理委員会を発足させた。その委員会の任務は、持株会社が所有する有価証券を譲受け、その処分を通じて持株会社を解散させることであった。またその後、同年11月になって、財閥家族の保有証券等も同委員会の管理下で処分されることになった。そのほか同委員会は、「制限会社令」<sup>19)</sup>に基づく指定会社およびその子会社・孫会社の保有有価証券で整理処分の対象になったものについて、その処分の議決権を委任された。他方、閉鎖機関の整理については、総数1091機関が閉鎖機関として指定され、すべて特殊整理・特殊清算に付されることになった。その清算に当たる機構として、朝鮮銀行ほか4銀行については日本銀行が清算人として指定され、その他については21年2月、閉鎖機関保管人委員会が設置された(その後、この委員会は閉鎖機関整理委員会に改組された)。こうして閉鎖機関の資産は、日本銀行および閉鎖機関整理委員会の手によって、清算のために処分されることになった<sup>20)</sup>。

このように巨額の証券を一般に売り出すのは容易なことではない。そこで政府はGHQの示唆もあり、22年6月、そうした証券を円滑に売り出すことを目的として活動する証券処理調整協議会を設置した。ところで当時、証券処理調整協議会が処分しなければならなかった証券の正確な額は明らかではない<sup>21)</sup>。持株会社整理委員会がその業務を終了した時点で纏めた『日本財閥とその解体』によれば、同協議会発足当時、処分を要すると予想した株式の総額は184億円であったと述べている<sup>22)</sup>。この計数は株式だけのものであるが、昭和54年公刊の『昭和財政史 終戦から講和まで(14)』は、日本銀行が昭和22年9月時点で推計した資料として、株式144億円、公社債131億円、合計でほぼ275億円という計数を掲げている。証券処理調整協議会はこのうち111億円の処分を見込んでいた(表4)。

いずれにしても証券処理調整協議会が処理すべき証券額は、株式で全体の約3割、社債で同じく約2割という膨大なものであったから<sup>23)</sup>、同協議会が以上のような証券をどのような方針で処理していくかは大きな問題であった。ところで実は、この協議会はほぼ完全にGHQの管理の下にあった。当時の日本の状況としては、それは必ずしも異常ともいえないが、ただこのことが「証券処理調整協議会規則」の中に、極めて具体的に規定されていたのである。すなわち、同規則には①会議にはGHQ側からオブザーバーが出席することになっている(第9条)だけでなく、②会議において意見の一致が困難な場合、または議案がGHQの方針からみて疑義がある場合には、議長は文書によってオブザーバーの意見を求め、オブザーバーが意見を述べたときは、協議員はそれに従わなければならない(第10条)となっていた。これは、当時GHQがこの問題をいかに重視していたかを示すものとみてよか

(表4) 証券処理調整協議会の処分すべき指定証券額推計\*

(単位 百万円)

区分	指定証券				証券処理調整協議会による見込額(株式・社債)	発行者が制限会社、特経会社、金融機関以外のもの	備考
	株式払込額	公社債額面	うち国債	計			
持株会社整理委員会	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
閉鎖機関整理委員会	1,320	3,890	2,770	5,210	2,440	—	整理委員会傘下閉鎖機関所有証券
日本銀行	50	7,480	7,120	7,530	45	—	日本銀行を特殊精算人とする鮮銀、台銀等の所有証券
大蔵省	1,700	1,210	880	2,910	2,030	100**	財産税・戦時補償特別税の物納分
商工省	5,000**	不明	不明	5,000**	不明	不明	特経会社が決定、整備計画に従い処分すべきもの
計	14,370	13,080	10,770	27,450	11,075***	220	

\* 現物が内地に在るもののみ、昭和22年9月10日調べ

\*\* 推算

\*\*\* 実際上処分困難な証券を差引く

(資料) 大蔵省財政史室『昭和財政史 終戦から講和まで』(14) P.379

ろう。証券処分についてのGHQの基本的な考え方は、証券保有を広く国民大衆の間に分散させること、つまり「証券民主化」を実現することであった。他方証券業界も、処分株式を受け入れる体制を作るため公開株式取扱委員会を発足させた<sup>24)</sup>。

証券処理調整協議会の証券処分は、昭和22年7月—26年6月の4年間にわたって行われた。その際、まず発行会社の従業員(役員を含む)に、次いで発行会社の事務所・工場の所在地居住者に優先的に売却された。こうした売却方針は、前述のGHQの考え方に則したものであった。この間における証券処理調整協議会の処分実績は、株式が141億円、公社債が2億円、計143億円であった。このように処分証券の大部分は株式であったが、株式売却も当初は必ずしも順調にはいかなかった。しかし昭和23年頃から、前述のように株式ブームの様相を呈したため、処分は急速に進んだ。しかし株式ブームは24年5月をピークに下降に転じ、さらにドッジ・ラインによる金融逼迫といった事情も加わって株式売却は著しく困難になった。結局、証券処理調整協議会は処理すべき証券(指定証券)の約半分を処理し、昭和26年(1951年)10月に解散し、残余財産は委託機関(国庫、持株会社整理委員会、閉鎖機関整理委員会)に帰属することになった<sup>25)</sup>。

以上のような経緯で、証券処理調整協議会によって大量の株式が処分された結果、株式の保有構造はどのように変化したか。その変化を昭和20年度と、証券処理調整協議会の処理が一段落した24年度の比較でみてみよう(表5)。この比較から明らかのように、まず株主数についてみると、証券業者と個人の比重が高まった。昭和24年度の証券業者数には、株式を購入した個人で株式名義書換えを行わないままのものがかかなり含まれていたようであるから<sup>26)</sup>、実際の個人株主数はもっと多かったのであろう。次に、所有株数からこれを見ると、個人株主の比重の高まりが注目される。さらに所有規模別では、零細株主数の比重が低下し、中間株主層が増加した。とくに、1万株以上を保有する大株主について昭和20年度と24年度を比較すると、株主数構成比は増加したものの、保有株数構成比は大幅に低下しており、財閥解体等によって株式保有の分散が進んだことを示している。

#### 4) 証券業者

戦時期に入ると、証券業者に対する統制も次第に強化されるとともに、その整理統合が進められ、証券業者数は400前後に減少したが、戦後は再び中小業者が増加し、集団取引に参加した。株式ブームの昭和24年度末の証券業者は1,127となったが、これがピークであった<sup>27)</sup>。

こうした多数の証券業者のなかから次第に有力な証券業者が台頭し、やがて四大証券が形成された。その契機になったのは、戦時期の昭和13年(1938年)「有価証券引受業法」の制定である。この法律によって、証券業者のうち国債・地方債・社債等の引受業務を行えるものを指定することになり、資金自治調整証券団<sup>28)</sup>の山一、日興、藤本、小池、野村の5社、それまで公社債引受けに実績のあった共同、川島屋の2社、それに勸業債券を販売していた日本勸業、計8社が指定を受けた。この

うち野村が昭和16年に、翌17年に山一、藤本、小池、共同、川島屋が日本で初めて投資信託を開始し、証券大衆化への端緒を作った。さらに昭和18年(1943年)には証券業者の整理統合が行われ、上記8社のうち、日本勸業を除く7社が野村、山一(山一・小池)、日興(日興・共同・川島屋)、大和(藤本)の4社となり、四大証券を形成したのである。

これら4社は、戦前から流通市場において現物売買に大きな力を持っていたから、前述の証券処理調整協議会の株式処理に際して、その優れた販売力によって放出株の大部分を取り扱い、その後の発展の基礎を作った。また終戦後の株式売買(店頭取引・集団取引)においても、4社のシェアは当時すでに3割程度で、その他の証券会社との間に格段の差を持っていた(表6)。

## II. 証券民主化運動

「民主化」は、アメリカの占領政策にとって最も重要な柱であった。これを証券に適用すれば、それは証券保有の大衆化といってよい<sup>29)</sup>。そしてこのことは、前述のような財閥解体や閉鎖機関処理等に伴う証券処理を円滑に進めるためにも、不可欠なものであった。このような状況の下で、昭和22年(1947年)10月、全国証券業協会連合会は「証券民主化運動」を全国的に展開することを決定した<sup>30)</sup>。この運動はGHQからも支持され、その斡旋によって証券民主化委員会が設置された。そしてこの委員会には、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・通貨安定本

(表5) 株式分布の変化

(単位 千人、百万株、%)

	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・公共団体	2 (0.1)	37 (8.3)	7 (0.2)	56 (2.8)
	金融機関	7 (0.4)	50 (11.1)	14 (0.3)	198 (9.9)
	証券業者	9 (0.5)	12 (2.8)	49 (1.1)	251 (12.6)
	その他法人	21 (1.2)	109 (24.7)	28 (0.7)	111 (5.6)
	個人	1,657 (96.7)	231 (52.4)	4,183 (97.6)	1,370 (68.5)
	その他	17 (1.0)	5 (1.1)	7 (0.2)	13 (0.7)
所有規模別	100株未満	1,150 (67.2)	40 (8.9)	1,429 (33.3)	52 (2.6)
	100~999株	538 (30.2)	105 (23.7)	2,531 (59.0)	657 (32.8)
	1,000~9,999株	40 (2.4)	83 (18.6)	312 (7.3)	594 (29.7)
	10,000株以上	4 (0.2)	216 (48.7)	17 (0.4)	696 (34.8)
合計	1,713	444	4,289	2,000	

( ) 内は構成比

(資料) (表2) に同じ



(表6) 店頭・集団取引における業者別シェア  
(東京市場)

(単位 %)

昭和21年 (9~12月)		昭和22年		昭和23年		昭和24年*	
日興	8.0	山一	9.7	野村	10.6	山一	9.3
野村	6.7	野村	7.3	山一	9.5	野村	9.1
山一	6.6	日興	6.2	日興	7.1	大和	6.8
二宮	3.9	大和	3.8	大和	6.1	日興	6.5
大和	3.6	角丸	3.6	角丸	2.7	小柳	2.6
六鹿	3.4	成瀬	3.1	玉塚	2.6	玉塚	2.6
角丸	3.0	玉塚	3.0	小柳	2.6	角丸	2.0
玉塚	3.0	大車	2.9	大東	1.8	山叶	1.7
成瀬	2.9	大福	2.7	日東	1.7	成瀬	1.7
大車	2.6	金万	2.4	成瀬	1.7	日東	1.7
四大証券**	24.9	四大証券**	26.9	四大証券**	33.2	四大証券**	31.7

\* 6月以降は店頭取引のみ

\*\* 四大証券…野村・山一・日興・大和の4社

(資料) 産業経済研究所『証券白書』(昭和31年版)より作成

部・証券処理調整協議会・東京証券業協会等が参加した<sup>31)</sup>。

この運動は昭和22年12月1日開催の証券民主化促進全国大会によって開始された。さらに同日午後、全国証券業協会連合会は臨時総会を開き、証券民主化を実現するため、①証券金融の拡充、②臨時証券金庫(仮称)の設置、③配当制限の撤廃、④証券関係諸税の改廃、⑤証券取引所の再開、等の要望を決議し、これを国会・政府等に提出した<sup>32)</sup>。その後この運動は、①各地における講演会の開催、新聞・雑誌・ポスター・パンフレット・ラジオ等による宣伝、③臨時投資相談所の開設、④株式投資展覧会の開催、⑤映画会や演芸会の開催、といった形で展開された<sup>33)</sup>。以上のような具体的活動から明らかのように、この運動の狙いは、証券投資についての、政府筋に対する環境整備の要望と国民大衆に対する啓蒙宣伝にあったということができ、とくに後者に大きな比重が置かれていた。さらにこのような証券民主化運動は、昭和23年秋、国会にも広がって「日本経済の民主的再建に際し、大衆資本を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」として、同年12月、衆議院内に証券民主化議員連盟が誕生し、ついで翌24年4月には衆参両議院連合の連盟に発展した<sup>34)</sup>。

しかし当時の状況では、単なる啓蒙宣伝活動だけで国民大衆の証券投資を大きく増やすことは期待できなかった。そこで証券投資に必要なとする資金調達のための金融措置が望まれるようになった。政府にとっても、前述のように、財閥や閉鎖機関が保有していた証券を大衆に分散保有させることが至上命題になっていたから、後述のような証券取引円滑化のための金融措置が実施されることになった。証券投資についての啓蒙宣伝活動を中心とした証券民主化運動は、そうした金融措置の拡充にも支えられてかなりの成果をあげ、前述のような放出を要する株式を比較的円滑に民間に分散させることができた。

しかし、これによって日本の証券民主化が軌道に乗り、その後の証券市場発展の基礎を作ることができたかといえば、その点ではかなりの疑問符をつけざるをえない。それは、その後の株価の暴落によって、大衆の株式に対する不信感を招き、やがて国民大衆が保有した株式の相当部分が、再び法人保有へ逆流したからである。そもそも真に証券民主化を実現するためには、証券価格が公正に形成され、不正な証券取引の発生の防止措置が講じられるとともに、広範な大衆投資家の市場参加が必要で

ある<sup>35)</sup>。証券取引に投機性があるのは当然であるが、同時に、証券取引に付随しがちな不正や事故から投資家を守る広範な制度的措置が必要であり、このことは大衆投資家が取引に参加している場合には、とくに強調されなければならない。次節で取り上げる証券取引法がその目的規定に「投資家の保護」を掲げたのはそのためである。しかし、当時は証券取引法発効前であり、証券取引所も再開されていなかった。こうしたことから明らかなように、当時はなお健全な証券市場成立の条件を欠いていた。そうした状況の中で、国民大衆をリスクの高い証券取引に動員するというのは、いささか問題が多かったといわざるをえない。もちろん、政府にとって、株式の大衆への分散化は緊急かつ必要不可欠な措置であった。とはいえ国民大衆がそうした政策の犠牲にならないように、そしてその後の証券市場が健全な発展を維持しうるように、細心の措置が必要であった。当時の政府にその点で充分な意識があったのかいささか疑問であるし、証券界も証券民主化を業容拡大の手段として捉えていたのではないかという疑念が残る。こうした受け止め方が過ちでないといえれば、それは戦後の証券市場にとって、さらには日本経済の発展にとって、まことに不幸なことであった。

### Ⅲ. 証券政策

#### 1) 金融面からの対策

これまで述べてきたところから明らかなように、戦後の証券市場は極めて異常な形で始まった。証券市場改革に関するGHQの方針は明らかであったが、それを実現するには準備作業のための時間が必要であった。ところがその間に、財閥解体や閉鎖機関処理のためにその保有有価証券を売却するという作業が加わり、政府・日本銀行はその作業を円滑に進めるための施策を講じなければならなくなった。しかし昭和22年の金融機関資金融通準則の別表では、証券業者への設備資金融資は丙に、運転資金融資は乙にランクされていたから、証券業者が金融機関から融資を受けることは極めて困難であった。

こうした情勢から、政府はまず昭和22年8月、証券処理調整協議会が処分する有価証券を取得する場合の金融緊急措置令の扱いとして、封鎖支払いを認めることとしたが、次いで翌9月、閣議了解という形で、証券受渡決済に必要な資金および証券処理調整協議会売出し証券の入札買入れに必要な資金として、証券業者に対し総額75百万円の銀行融資（証券担保金融）を認めることにした。こうした措置はその後いろいろ実施されたが、それらの子細に述べることはあまりにも煩わしいので省略する。ただ政府が翌23年6月に発表した、証券業者および一般投資家に対する有価証券取引についての金融措置は、金融機関融資を全般的にかなり拡張しうるようにしたものであった<sup>36)</sup>。

昭和24年になると、日本銀行が新しい施策を講じた。一つは、同年6-8月に実施した復興金融債（復金債）買入れ措置である。これは、起債市場育成の一環として、興業債券（日本興業銀行発行）・優良事業債の市中消化を促進するため、取引金融機関がそれら債券を買入れた金額の範囲内で保有復金債を買入れたもので、その額は62億円余に達した。またこれと併行して、割引興業債券・優良事業債を担保とする貸付利子歩合を国債担保貸付と同様に優遇（年利5.84%以上→5.475%以上）するとともに、優良事業債の担保掛目の引上げ（85%以内→95%以内）も行った。日本銀行はこのような優良事業債をその都度選定していた。この制度は「日銀適格担保社債事前審査制度」と呼ばれ、重要産業の社債発行を側面から支援する政策的役割を果たした<sup>37)</sup>。

#### 2) 起債統制

既に述べたように、終戦後暫くの間、債券の発行といえばそれはほとんど国債と復金債で、しかも

当初それらは日本銀行と大蔵省預金部によって引き受けられていた。終戦直後の起債条件をみると、応募者利回りでおおむね年4%前後であった(表7)。しかし終戦とともに戦後インフレーションが始まり、そうした状況のなかで市中金利もまた上昇したから、起債条件の改訂が問題となったのは当然である。ちなみにこの点について、普通銀行の保有有価証券の平均利回りを預金コスト・貸出平均利率と比較すると、昭和21年下期から預金コストとの関係で逆転になり、また貸出平均利率との格差も急速に拡大を示している(図2)。また昭和22年の財政法の制定は、長期国債の市中消化体制を作ること急務とした<sup>38)</sup>。ただ当時は起債条件の決定・改訂のためのルールがなく、いわば一種の混乱状態ともいう状況で、それが起債を困難にする要因にもなっていた。そこで日本銀行は、政府・市中金融機関と協議の結果、起債調整協議会を設置し、起債計画の策定、発行条件の調整、起債に関する個別審査等を行うことになった<sup>39)</sup>。

起債調整協議会は昭和22年6月、大蔵省・経済安定本部・日本銀行・復興金融金庫・農林中央金庫・日本興業銀行・日本勸業銀行・帝国銀行・三和銀行および地方銀行代表を構成メンバーとして発足した<sup>40)</sup>。この協議会の最初の仕事は起債条件の改訂で、まず事業債金利の上げが決定され、次いで利付金融債・地方債・国債など公社債全般の金利上げが行われた(表7)。この時の公社債金利の上げは比較的大幅なもので、これによってある程度は起債環境が改善されたものの、実質的に起債市場が動き出すには昭和24年を待たなければならなかったことは、既に述べたとおりである。その後24年6月、起債調整協議会はその機能が分化されて、起債懇談会と起債打合会に分かれた。前者は、構成メンバーに大蔵省・日本銀行のほか市中金融機関を網羅し、起債の発行条件や引受手数料などについて協議した。後者は、受託銀行と証券4社(山一・日興・野村・大和)および日本銀行・日本興業銀行を構成メンバーとして、翌月の発行銘柄や発行銘柄やその発行条件・発行額などを決定した<sup>41)</sup>。

このようにして戦後における起債統制が始まった。こうした起債統制を主導したのは日本銀行であった。当時、日銀が起債市場についてこれだけ大きな影響力を持ったのは、起債市場の育成もまた日銀信用に依存せざるをえなかったという事実の反映でもある。同時に当時の日本銀行が起債統制の方法として、できるだけ官僚統制を避け業界による自主統制の形を採りたい、と考えた結果であったと思われる。このような日銀の考え方は既に戦時金融統制の際にもみられたことであつたから<sup>42)</sup>、起債統制についての日銀の考え方はその流れを引き継いだものといえる。また、そこで決定され

(表7) 主要公社債発行条件の推移

(単位 %)

	実施年月	発行価格 (円)	表面利率	応募者利回り	
				戻しなし	戻しを含む
国債	昭和11年	98.00	3.5	3.689	—
	22年9月	98.00	4.0	4.489	4.552
	23年7月	98.00	5.0	5.510	5.575
地方債	昭和13年	100.00	4.2	4.200	—
	21年12月	99.25	4.3	4.382	4.404
	22年9月	99.00	6.5	6.902	6.942
	23年5月	97.00	7.5	8.762	—
	〃 10月	97.50	9.5	10.598	—
利付金融債	昭和13年	100.00	4.2	4.200	—
	21年3月	100.00	4.2	4.200	—
	22年5月	100.00	4.8	4.800	5.012
	〃 8月	100.00	6.0	6.000	6.196
	23年3月	100.00	6.5	6.500	—
担保付事業債	昭和21年1月	99.50	4.3	4.371	4.393
	〃 2月	100.00	4.3	4.300	4.314
	〃 5月	99.75	4.3	4.335	4.350
	〃 7月	99.50	4.4	4.472	4.486
	〃 8月	100.00	4.4	4.400	4.443
	22年7月	97.50	6.5	7.032	7.116
	23年9月	97.00	9.5	10.824	—

(資料)『山一証券史』P. 375

た金利は、一方で市中金融機関の資金コストを勘案しながらも、他方で公社債金利をできるだけ低く抑えるという性格のものであった。そこには公社債流通利回りは直接的には反映されない。その意味でこれは、戦後における人為的低金利政策の始まりでもあった<sup>43)</sup>。ただ当時の日本経済はまだ混乱期を脱することができず、厳しい経済統制の下に置かれていたし、さらに翌23年には臨時金利調整法による広範な市中金利規制が始まった。このような情勢の下で、起債市場のみが正常な形で機能することを期待することは、ほとんど不可能といってよいであろう。

なお増資についても、昭和24年12月、日本銀行・市中銀行・証券引受業者・持株会社整理委員会等を構成メンバーとした増資等調整懇談会が設置された。

#### IV. 証券取引法の制定とその概要

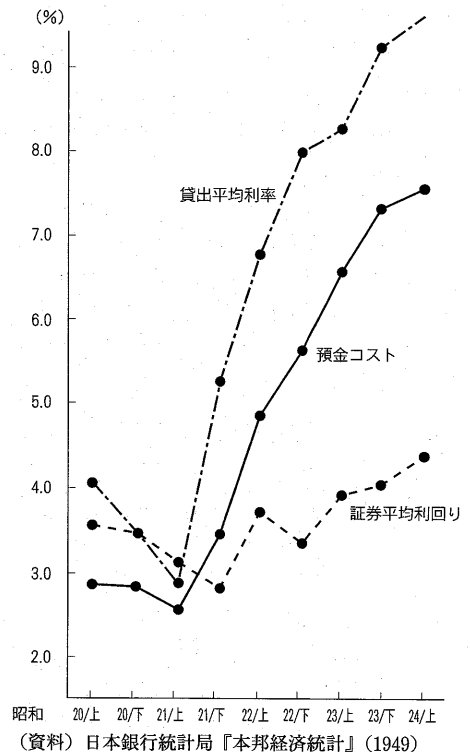
##### 1) 制定の経過

昭和22年(1947年)3月、「証券取引法」が制定された。この法律は、日本の証券市場にとって、新しい時代の幕開けともいうべき画期的な内容を含むものであったが、それはGHQの強い指示によって制定されたものであった。GHQは、占領当初から、証券市場の改革に強い意欲を持ち、証券取引所の再開は証券取引法の制定が条件であるとしていた。このような背景を持った証券取引法は、従来の取引所法・有価証券取締法・有価証券引受業法・有価証券割賦販売法など、すべての証券関係法規を包括する性格を持ち、同時にその内容はアメリカの証券制度を大幅に採り入れたものであった。

ただ、証券取引法の制定にはかなり複雑な経過があった。まず昭和20年12月に設置された金融制度調査会(第一次)は、第5部会において証券制度改革の検討を開始した。しかしこの調査会は、委員の中から多数の公職追放該当者を出したため、翌年2月、その活動を停止せざるをえなくなった。一方、証券業界においても、21年5月、自発的に取引所法改正のための検討を開始した。さらにこの間、大蔵省は取引所法改正案のアウトラインを纏め、それを6月にGHQに提出した。これに対しGHQの意向が7月末になって示されたが、その内容には、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」の制定を証券制度改革の基本とすべきことを含んでいた。このことは、GHQがアメリカの証券制度を日本に導入することを明確に示したことを意味するものであった<sup>44)</sup>。

そこで大蔵省は、GHQの示唆に基づいてまず証券取引委員会を設置し、その委員会の手で証券取引法案を作成する方針をとり、同年9月、「証券取引委員会令要綱案」<sup>45)</sup>を纏めた。ところが当時、GHQの内部にこの件について必ずしも意見の一致ができていなかったようである。そのため結局、大蔵省も証券取引委員会による証券取引法案作成の方針を変更し、大蔵省内部でこの作業を行うことにした<sup>46)</sup>。そして、その法案は翌10月に作成された。そうこうしているところへ、前述のように、

(図2) 普通銀行の預金コストと資金運用利回り



GHQ から、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設置するよう指示があったため、証券取引法案の内容も改められ、さらに GHQ との意見調整を経て、昭和22年3月、同法案は議会を通過した。こうして制定された証券取引法は、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置、④証券取引委員会の設置、等の内容を含むものであった。そして、全体として投資家保護を強く打ち出し、またその目的を確保する手段として政府の直接規制によることなく、自主的規制の方向を強めたものであった。さらに、民主的かつ健全な証券市場育成の狙いを持っていたところに、その特色があった<sup>47)</sup>。

しかしこの法律は、7月になって証券取引委員会の条項のみが施行されただけで、その他の条項の施行は先送りになった。このように証券取引法の施行が遅れたのは、この間において GHQ の証券担当官の交代があり、新任の担当官と大蔵省との間で、同法施行の細部について意見の不一致があったこと、また GHQ 内部にも意見の対立があったためといわれている<sup>48)</sup>。結局、22年10月、GHQ 側から証券取引法を全面的に改訂すべきであるとの強い意向が示された。そこには、証券取引委員会の権限を強化することや証券業および証券取引所の免許制を要件充足主義による登録制に変える、といった重要な内容が含まれていた。こうした事情から大蔵省は新しい証券取引法の策定作業に入ったが、その過程で GHQ から再び重要な改正提案が行われた。それは、銀行・信託会社による証券業務兼営禁止であった。そしてこの提案は、後述のように、新しい「証券取引法」に採り入れられることになるが、これがその後長く銀行界と証券界との対立・論争の種になつた、有名な証券取引法第65条である。こうして新しい証券取引法は、昭和23年3月、国会に上程され、一部修正のうえ翌4月6日に成立、同年5年7日から施行された<sup>49)</sup>。このような経過から分かるように、昭和22年「証券取引法」は実質的には施行されることなく、昭和23年「証券取引法」がこれにとって代わった。

## 2) 昭和23年「証券取引法」の内容

以上のようにして成立した昭和23年「証券取引法」は、22年の旧証券取引法では政令で規定することになっていたものの大部分を法律中に取り入れたため、条文数は本文のみで210条という膨大なものになった。その内容は、投資家の保護、証券取引の公正、証券流通の円滑化を眼目として（第1条）、アメリカの証券制度を大幅に採り入れたものであった。そしてこの法律は、それまでの日本の証券市場を大きく変貌させることになった。その意味でこの証券取引法は、まさに「新しい証券市場の幕開け」を告げるものであったといえることができる。同時にこの証券制度は、日本の金融のあり方に及ぼした影響も大きかった。

以下、新しい証券取引法の主要な概要とそれに関連する若干の事項について、説明をしておきたい。

### イ. 証券業の内容

同法はまず証券会社の定義として、「銀行、信託会社その他政令で定める金融機関以外の者が左に掲げる行為の一をなす営業をいう」としており、「左に掲げる行為」として次の六つをあげている（第2条第8項）。

- ①有価証券の売買
- ②有価証券の売買の媒介、取次または代理
- ③有価証券市場における売買取引の委託の媒介、取次または代理
- ④有価証券の引受
- ⑤有価証券の売出
- ⑥有価証券の募集または売出の取扱

#### ロ. 証券会社と金融機関の業務分野の調整

金融機関による証券業務は原則的に禁止された（第65条）。これは、アメリカの制度を採用したもので、戦後における金融と証券の關係に決定的な影響を及ぼした問題なので、次の節で改めて取り上げることにしよう。なおこれに関連して、証券会社が社債募集の受託会社になることは禁止され（第45条）、そのため社債募集の委託を受けることができるのは、銀行と信託会社に限られることになった（昭和13年商法中改正法律施行法第5条）。

#### ハ. 証券業の開業・廃業

証券業者についての免許制度は廃止され、新しく証券取引委員会（後述）に登録する制度が採用された。登録については要件充足主義とした。すなわち、証券業者としての登録申請に当たっては①登録申請書の内容に虚偽や不適確の事項がないこと、②証券取引委員会が定める資産負債比率（負債が営業用純資本額——現金・預け金等流動資産より借入金・借入有価証券等流動負債を控除——の20倍を限度として、証券取引委員会が定める率）を超えないこと、が確認されれば、登録申請は受理されることになっていた（第28-29条、第31条、第34-35条）。また会社が消滅した場合や個人が死亡した場合、証券業を廃止した場合は、単に証券取引委員会への届出によって登録が抹消されることになった（第62-63条）。

#### 二. 証券取引委員会

証券業についての監督機関として、新たに証券取引委員会が置かれた。この委員会は内閣総理大臣任命の3人の委員によって構成される行政委員会で、投資家の保護や取引の公正を確保するための広範な権限を有していた（第165-166条）。ところで前述したように、22年制定の証券取引法においても証券取引委員会が設置されていた。しかしこの委員会は行政委員会ではなく、証券行政を担当する部署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。ただ、この委員会は単なる大臣の諮問機関ではなく、いふなれば性格の曖昧な存在であった<sup>50)</sup>。この点について新しい23年の証券取引法は、証券取引委員会を公正取引委員会と同様に、行政委員会として明確に位置づけた。

このような証券取引委員会の性格の変化は、いうまでもなくGHQの強力な意向の反映したものであった。GHQの構想は、アメリカの証券取引委員会（Securities and Exchange Commission, SEC）をモデルにしたものであった。ただ日本側には当初から、行政委員会制度について、アメリカ式行政機構の直輸入であるとか、内閣の国会に対する責任が不明確になるといった批判的見解が強く<sup>51)</sup>、そうした事情を反映して、講和条約発効後の昭和27年（1952年）8月、この委員会は廃止され、大蔵省理財局の一部として吸収された<sup>52)</sup>。

#### ホ. 証券取引所

証券取引所は、証券業者による会員組織の法人とされた（第80-81条）。また設立の条件について、22年の証券取引法においては免許制を採っていたのに対し、23年の新法では、証券業者の場合と同様、要件充足主義による登録制を採用した（第82-83条）。これもアメリカの制度を採用したものであった。政府はこの証券取引法が施行された昭和23年5月、GHQに対し証券取引所の再開を認めるよう要請したが、GHQは当時の日本経済の不安定性や証券市場の状況からなお時期尚早と判断したようである<sup>53)</sup>。結局、取引所の再開は翌24年にずれ込んだ。すなわち、24年4月にまず東京・大阪・名古屋の3証券取引所が開業され（5月16日開業）、次いで7月には神戸・京都・新潟・福岡・広島も取引所も業務を開始した。

#### ヘ. 取引仕法

証券売買取引仕法について、戦前は法令に詳細な規定があった。これに対し22年証券取引法では、

証券取引所がそれを定め政府の認可を受けることになっていたが、23年の改正法ではそれを証券取引委員会に届出だけでよいことになった（第108条）。戦前の取引仕法は実物・清算（短期・長期）<sup>54</sup>の2種で、このうち短期清算取引の比重が大きく実物取引は少なかったから、その投機性が問題とされることもあった。新しい証券取引法下での取引仕法では、戦前の清算取引がなくなり、普通取引（4日目決済の取引でレギュラー・ウェイ—regular way—と呼ばれた）を中心とした実物取引一本となった。これは、日本の証券取引にとって極めて大きな変化であった。

## V. 証券と金融

### 1) 証券業務と銀行業務の分離——証券取引法第65条をめぐって

既に述べたように、23年「証券取引法」の大きな特徴の一つは、証券会社の業務と金融機関の業務を明確に分離したことであった。すなわち同法第65条は、銀行・信託会社その他政令で定める金融機関が証券業務を行うことを原則として禁止したのである。ただし以下の業務については、金融機関が行うことを認めている（同条）。

- ① 国債・地方債・政府保証債に関する証券業務については、銀行等の金融機関がこれを行うことができる。
- ② 銀行等の金融機関が顧客から書面によって注文を受けて、顧客の計算で有価証券の売買を行うことは例外として認められる。
- ③ 銀行等の金融機関が銀行法、信託業法その他の法律の定めるところにより、投資の目的で有価証券の売買をすることは、例外として認められる。
- ④ 信託会社が信託業法の定めるところにより、信託契約に基づいて信託をする者の計算で有価証券の売買を行うことは例外として認められる。

証券会社と金融機関の業務分野を定めた証券取引法第65条の内容は以上のようなものであったが、その後もしばしば問題になったのは有価証券引受についてであった。実は戦前の日本で引受業務を行ってきたのは主として銀行と信託会社であり、とくに戦時期の金融統制の下では引受業務は銀行の独占となっていた<sup>55</sup>。したがって新しい証券取引法の規定は、証券会社と金融機関の関係を大きく変えることを意味するもので、事実、その後の金融機関の証券関連業務は極めて限定されたものになった。

このような証券業務に関する銀行・証券の分業制度は、前述のように、アメリカの制度を導入したものであった。すなわちアメリカにおいても、1933年の銀行法（Banking Act）が制定されるまでは、多くの商業銀行が金融・証券双方の広範な業務を営んでいたが、1930年代初期の大恐慌の際に、証券業務に深入りしていた多くの銀行が破綻に陥ったという反省から、1933年銀行法（一般に、グラス・スティーガル法—Glass-Steagall Act—と呼ばれる）によって、銀行の証券業務は厳しく制限されることになった。このような事情から分かるように、グラス・スティーガル法は銀行の預金者保護を確実にする趣旨のものであった。

しかし既に述べたように、それまで日本の銀行・信託会社は証券引受業務で中心的役割を果たしていたから、23年の証券取引法によって株式・社債の引受業務を禁止されたことに強い不満を持ったのは当然である。同時に、当時の証券業者数821社、その資本金合計が僅か10億円にすぎない証券界に、果して証券引受業務を任せられるかといった危惧の念もあった<sup>56</sup>（ちなみに、昭和23年末の全国銀行75行の資本金総額は147億円である）。23年の証券取引法公布を前にして昭和23年4月、全国銀行協会連合会（全銀協）が大蔵大臣に「証券取引法改正案に対する意見書」<sup>57</sup>を提出し、第65条の施行延期

を要望したのは、そうした声を代弁した形になっている。すなわちこの意見書は、銀行業務と証券業務とを分離するという立法趣旨には賛成であるとしながらも、いま直ちに銀行が証券業務から手を引けば、証券市場、なかでも社債市場の発展に大きな打撃を与え、ひいては企業の資金調達難から日本経済の再建に重大な影響を及ぼす、としている。証券取引法は「成立の日から三十日を経過した日」から施行するが、第65条については「施行の日から六箇月を経過した日から、これを施行する」（附則第1条）となっていた。全銀協の意見書は以上の観点から、この施行日を延期することを求めたものであった。

全銀協は同年9月、持株整理委員会の巨額の株式放出、金融機関再建整備法・過度経済力集中排除法に基づく発行株式の消化、または新規社債の発行について、当面は銀行・信託会社の活動が不可欠であるとして、再び大蔵大臣に第65条の施行を1年間延期するよう求めた<sup>58)</sup>。しかしこのような銀行側の要求は結局実現せず、証券取引法第65条は昭和23年11月7日から施行された。こうして証券業務と銀行業務の分離は、戦後における日本の金融システムの中に定着していった。とはいえ、これでこの問題がすっきりと解決したわけではなく、その後も長く尾をひくことになる。

## 2) 直接金融と間接金融

企業金融をめぐる証券と銀行の関係は、マクロ的視点からすれば、直接金融と間接金融の問題である。最も早く資本主義経済を発展させたイギリスでは、企業の外部資金調達のうち、長期資金・設備資金については証券市場（資本市場）で賄われ、短期の運転資金についてのみ銀行に依存する、というのが伝統的な考え方であった。つまり、設備資金金融は直接金融方式によって、また短期金融、とくに商業金融は間接金融方式によつて行われてきた。したがってイギリスの銀行は典型的な商業銀行（commercial banks）で、このことは1950年代までのロンドン手形交換所加盟銀行（London clearing banks）が事実上、定期性預金を受入れなかつたことに表れている<sup>59)</sup>。アメリカの銀行はこれほど徹底してはいないが、直接金融・間接金融の関係はイギリスと類似している。

このように、英米流の考え方によれば、「銀行」（banks）というのは、預金として受入れた資金を短期に運用する金融機関である。長期貸出はリスクが大きいため、預金を原資とする銀行が長期貸出を行うのは、健全な銀行のあり方ではなく、預金者保護に反する行動である、ということになる。しかし長期資金・設備資金の調達に直接金融方式によるべきだとしても、その前提として証券市場が必要である。さらにまた証券市場が成立するための条件として、流動性を犠牲にしても高利を求める資金やリスク負担を覚悟しながら高利を求める資金の蓄積がなければならない。そうした資金の供給源は、富裕層であったり、年金・保険といった機関投資家である。ところが日本やドイツのように、資本蓄積が乏しい段階にあった後進資本主義国では、そうした資金の供給を求めることができなかった。つまり、証券市場が成立する条件を欠いていたのである。結局、ドイツでは証券会社が誕生することなく、銀行が証券業務を兼営する金融システム、つまりユニバーサル・バンキング（universal banking）を生んだ。

これに対し日本では、徳川時代から米手形の流通市場が成立しており、これが基礎になって、明治初年に株式取引所と証券業者が誕生した<sup>60)</sup>。しかしその後の日本経済の発展を金融面から支えたのは、銀行を中心とする間接金融方式による資金供給であった。こうした背景を持つ日本の銀行は、イギリスのような商業銀行に徹することはできず、長期金融にも従事するミックスド・バンキング（mixed banking）の形をとることになった。しかし、銀行の健全性維持（sound banking）の観点からすれば、これは必ずしも望ましいことではないから、普通銀行の長期金融の負担を軽減するために、日本興業銀行のような長期金融専門の金融機関が必要であるとされた。こうして、英米のような先進国と



は異なった、日本式の金融システムが形成された。

戦後の金融制度改革において、GHQ 側に、このような日本の事情にどの程度の理解があったかは、やや疑問である。少なくとも、GHQ 側が日本の金融システムに違和感を持ったことは間違いない。そして、健全な金融システムを作ろうとすれば、それはアメリカ的システムを導入することだ、と考えたのであろう。とはいっても、アメリカ的システムを一片の法律や制度の改正によって定着させるというのは無理である。この点で、日本の政策当局や金融関係者と GHQ との間には、意識のギャップがあった。しかし結果的には昭和23年の証券取引法の制定によって、日本の直接金融と間接金融の制度的関係はアメリカ方式になった。ただ、戦後の日本経済には、実質的にそれを受入れる条件ができていなかったから、その後も間接金融優位の金融構造は長く続いた。それにもかかわらず、新しい証券取引法制定の意義は決して小さいものではなかった。それは、証券取引の近代化を促し、その後の証券市場発展の基礎を作ったからである。

(注)

- 1) 大蔵省財政史室『昭和財政史 終戦から講和まで (14)』東洋経済新報社、1979年、p.389
- 2) 同上、p.352
- 3) 同上、p.353
- 4) 昭和21年2月17日大蔵省告示第27号の第2号「金融緊急措置令施行規則第6条第6号ノ規定ニ依ル指定」
- 5) 前掲『昭和財政史 終戦から講和まで (14)』p.345、pp.360-361
- 6) 細金正人「第四部 証券市場の発展と株価変動」(『日本市場史—米・商品・証券の歩み』山種グループ記念出版会、1989年) pp.616-617
- 7) 朝日新聞大阪本社『朝日経済年史 (昭和23年版)』朝日新聞社、1948年、pp.72-73
- 8) 前掲『昭和財政史 終戦から講和まで (14)』pp.355-356
- 9) 公社債引受協会『日本公社債市場史』公社債引受協会、1980年、pp.189-190
- 10) 復興金融債については、拙稿「戦後復興期の金融構造 (2) —復興金融の展開と問題点—」(『文教大学国際学部紀要』第10巻第2号、2000年) pp.34-36
- 11) 前掲『日本公社債市場史』pp.163-166
- 12) 金融機関資金融通準則については、前掲「戦後復興期の金融構造 (2) —復興金融の展開と問題点—」pp.32-34
- 13) 金融機関の再建整備計画に基づく増資については、拙稿「戦後復興期の金融構造 (4) —市中金融機関の再出発—」(『文教大学国際学部紀要』第11巻第2号、2001年) pp.68-70
- 14) 東京証券業協会『東京証券業協会十年史』東京証券業協会、1951年、pp.89-92
- 15) 拙稿「戦後復興期の金融構造 (3) —ドッジ・ラインまでの財政と金融—」(『文教大学国際学部紀要』第11巻第1号、2000年) pp.21-24および前掲「戦後復興期の金融構造 (2) —復興金融の展開と問題点—」pp.35-36
- 16) 日本銀行調査局「国内経済調査 (上) (昭和20年12月)」(日本銀行調査局『日本金融史資料 昭和続編 (第2巻)』大蔵省印刷局、1978年) p.43
- 17) 前掲『日本公社債市場史』p.186
- 18) 地方債に対する許可制度は、その後若干の手直しが行われたものの、実質的には現在も続いている。

る。

——林宜嗣『地方財政』(有斐閣ブックス)有斐閣、1999年、pp.203-205

- 19) 「制限会社令」——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が散逸するのを防ぐため、資本金500万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、正式名称は「会社ノ解散ノ制限等ノ件」(昭和20年11月24日ポツダム勅令第675号)という。その後21年7月にGHQは「制限会社令」に基づく指定会社および子会社、孫会社の資本的、人的および契約上の相互依存関係を切断するため、日本政府に対し、それらの証券保有を制限する措置を採るよう指令した。
- 20) 前掲『昭和財政史 終戦から講和まで(14)』pp.305-307
- 21) 同上、p.375
- 22) 持株会社整理委員会調査部第二課『日本財閥とその解体』持株会社整理委員会、1951年、p.435  
同書によれば、184億円の内訳は次のとおりである。
  - イ. 持株会社および指定会社から譲り受けた分……約76億円
  - ロ. 「会社証券保有制限令」により処分される分……約14億円
  - ハ. 閉鎖機関整理委員会が管理・処分しなければならない分……約40億円
  - ニ. 戦時補償特別税・財産税の物納株式で処分を要する分……約21億円
  - ホ. 独占禁止法により処分を要する分……約33億円
- 23) 前掲『昭和財政史 終戦から講和まで(14)』p.379
- 24) 同上、pp.308-311、pp.374-376
- 25) 同上、pp.376-385
- 26) 前掲『東京証券業協会十年史』pp.211-213
- 27) 大蔵省理財局内 理財局証券年報編集委員会『第1回理財局証券年報』金融財政事情研究会、1963年、p.462
- 28) 資金自治調整証券団——昭和21年9月の臨時資金調整法制定に際し、自治的な資金調整団体の一つとして、証券5社によって結成されたもの。
- 29) 金融制度調査会「金融制度調査会答申並に特別委員会報告(昭和22年11月18日)」(日本銀行金融研究所『日本金融史資料 昭和統編(19)』大蔵省印刷局、1989年) pp.228-229
- 30) 前掲『東京証券業協会十年史』pp.316-317
- 31) 『証券取引委員会報告書(昭和23年度)』p.117  
なお、この運動には日本銀行もかなり積極的に協力した。
- 一万田尚登伝記・追悼録刊行会『一万田尚登 伝記・追悼録』徳間書店、1986年、pp.138-139
- 32) 「全国証券業協会連合会臨時総会議事録」
- 33) 前掲『東京証券業協会十年史』pp.318-326
- 34) 前掲『昭和財政史 終戦から講和まで(14)』p.369
- 35) 証券市場における個人投資家の重要性については、下記が強調している。  
——G. K. Funston, *Wanted: More Owners of American Business*, 1954. pp.35-36
- 36) 前掲『昭和財政史 終戦から講和まで(14)』pp.362-368
- 37) 日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史(第5巻)』日本銀行、1985年、p.356
- 38) 前掲「戦後復興期の金融構造(3) —ドッジ・ラインまでの財政と金融—」p.23
- 39) 日本銀行調査局「日本銀行特別調査月報(昭和22年6月)」(日本銀行調査局『日本金融史資料

- 昭和統編（第1巻）』大蔵省印刷局、1978年）p.434
- 40) 山一証券（株）社史編纂室『山一証券史』山一証券（株）、1958年、pp.313-315
- 41) 前掲『日本公社債市場史』p.169
- 42) 日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史（第4巻）』日本銀行、1984年、p.324
- 43) 前掲『日本公社債市場史』p.163
- 44) 前掲『昭和財政史 終戦から講和まで（14）』pp.313 315
- 45) 同上、pp.327-328
- 46) 同上、pp.318-319
- 47) 同上、p.324
- 48) T. F. M. Adams & I. Hoshi, *A Financial History of the New Japan*, 1972, pp.51-52
- 49) この間の経緯については、前掲『昭和財政史 終戦から講和まで（14）』pp.330-343
- 50) 同上、pp.330-331
- 51) 川上勝己「行政委員会」（田中二郎・原龍之助・柳瀬良幹編『行政法講座 第四巻 行政組織』有斐閣、1965年）pp.53-54
- 52) 大蔵省財政史室『昭和財政史 終戦から講和まで（4）』東洋経済新報社、1977年、pp.568-670
- 53) Supreme Commander for the Allied Powers, *History of the Non-military Activities of the Occupation of Japan, 1945-51, Vol.39, Money and Banking*  
武藤正明訳『GHQ日本占領史 39 金融』日本図書センター、1997年、p.51
- 54) 実物取引——取引所取引で、規定の受渡日に実物を授受することによって決済する取引  
清算取引——取引所取引で、規定の受渡日までの期間中に、転売買戻によって取引を終了させ差金の授受を行うか、または繰延べの方法によって授受を延期することができる取引
- 55) 中村孝俊『日本の証券市場』（岩波新書）岩波書店、1963年、p.209
- 56) 日本銀行調査局「戦後わが国金融制度の再編成（昭和二十年八月-二十七年）」（日本銀行金融研究所『日本金融史資料 昭和統編（第10巻）』大蔵省印刷局、1981年）p.35
- 57) 銀行協会20年史編纂委員会『銀行協会20年史』全国銀行協会連合会・東京銀行協会、1965年、p.140、p.505
- 58) 同上、p.140、p.506
- 59) 1959年に発表された「ラドクリフ委員会報告」は、ロンドン手形交換所加盟銀行の営業方針について、次のように述べている。  
銀行の預金吸収に対する制限的な態度（筆者——貯蓄性預金を扱わないという方針）は、それが安全になしうる貸出の種類に、それに対応する制限を加えるものと考えられてきた。  
——Committee on the Working of the Monetary System, *Report*, London, 1959  
大蔵省金融問題研究会訳『ラドクリフ委員会報告』大蔵省印刷局、1959年、p.34
- 60) 前掲『日本の証券市場』p.208