

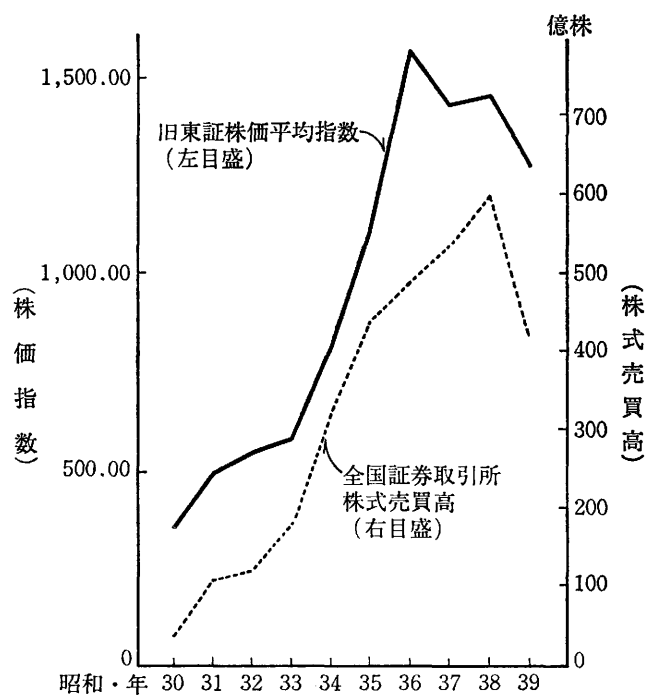
3. 証券不況とその対策

(1) 証券不況に至る経過

昭和30年代における証券界の拡大

昭和30年代の高度成長のもとで、わが国の証券界も飛躍的な拡大をとげた。とくに昭和33年（1958年）から36年にかけての株式市場は活況を呈し、その間株価はほぼ一貫して上昇を続け、全国の証券取引所における株式売買高も急増した（図3-1）。この背景には、一つには、当時「岩戸景気」と呼ばれた長期の好況

図 3-1 昭和30年代における株式取引の拡大



(注) 株価指数は、東京市場上場 225 種銘柄のダウ式修正方法により算出した毎日の株価平均の月間単純平均を年間単純平均したもの、昭和24年5月16日基準。

(出所) 日本銀行統計局『本邦経済統計』昭和40年報、同局、昭和41年。

のなかで、企業業績が好調に推移していたという事情があったが、同時に株式投資信託に対する人気が高まったという事実を見逃すことはできない。

第2次世界大戦後の投資信託は、昭和26年6月4日の「証券投資信託法」(法律第198号)の公布・施行によって再開された。昭和26年、戦後最初の投資信託として募集・設定されたのは単位型(ユニット型)の株式投資信託であった。この株式投資信託の売行きは予想以上に好調で、その後設定額が飛躍的に増加し、また昭和27年には追加型(オープン型)の株式投資信託も登場した⁽¹⁾。株式市場は昭和28年秋以降の金融引締め政策のもとで、一時低迷状態に陥り、そのため株式投資信託も苦境の時を迎えたが、その後昭和30年後半から株価の上昇が顕著になると、株式投資信託も再び急伸するようになった。株価が上昇すれば、株式投資信託の基準価格も上昇して株式投資信託の売行きは好転し、これに伴って株式投資信託の大量設定が行われるが、やがてこれがまた、株価を上昇させる一因として働く⁽²⁾。こうして株式投資信託の残存元本は、昭和30年末で595億円であったものが、昭和36年末では1兆268億円になるという急成長振りを示した。

株価の上昇によって、株式投資信託の大量設定が可能となり、それがまた株価を押し上げるという循環のなかで、証券会社の営業活動は極めて積極化した。す

表 3-1 証券会社の業容推移

昭和年	証券業者数	資本金 百万円	店舗数	従業員数 人
31	669	12,022	1,846	30,687
32	591	18,962	1,904	32,519
33	561	19,509	1,984	34,155
34	542	29,221	2,233	41,990
35	553	36,845	2,537	58,190
36	588	73,368	2,802	86,806

(注) 1. 従業員数(役員を含む)は各年9月末、その他は各年末。

2. 証券業者数は正会員のほか才取・特別会員、非会員を含む。昭和31年の計数については下記原本の163ページと165ページとで若干異なるが前者によった。

3. 店舗数は本店を含む。

(出所) 理財局証券年報編集委員会編『第2回理財局証券年報』昭和39年版、金融財政事情研究会、昭和39年、163ページ、165～166ページ。

なわち証券会社は、株式投資信託の好調な拡大によって株価形成についての力を強め、そうした状況を背景に、手持ち株式を増加させて自己売買やいわゆる推奨販売によって高収益をあげた。当時の証券会社の営業姿勢がいかに積極的なものであったかを証券会社の店舗数や従業員数の面からみると、昭和32年～36年の5年間で前者は1.5倍、後者は2.8倍に膨張している(表3-1)。またこの間、株式

の公開ブームが起こり、店頭取引が急増したという状況に対処して、昭和36年10月、東京・大阪・名古屋の各証券取引所に市場第2部が開設された。⁽³⁾

さらに昭和36年1月には公社債投資信託が発足した。この公社債投資信託も出足は好調で、1月の設定額は当初予想(200億円)を大幅に上回る460億円となり、⁽⁴⁾その後も大量の設定が行われて同年6月末の残存元本額は1642億円に達した。しかし、こうした急速な拡大の背後には問題点も少なからず見受けられ、一見順調な滑り出しをみせた公社債投資信託が、それまで拡大の一途をたどってきた証券会社に対し、不況への大きな転機をもたらすに至った。すなわち、公社債投資信託は本来大衆の貯蓄性資金を中心に運営されるべきであるのに対し、証券各社は資金量の拡大を急ぐあまり、企業のホット・マネーに類する資金まで集めていたことが大きな問題点であった。また、運用面においても、起債市場拡大の観点から行政指導によって設定額の8割まで新発債を組み入れることを要求され、⁽⁵⁾支払準備をほとんど持っていないという問題があった。したがって公社債投資信託が発足して間もなく、昭和36年春ごろから金融が引締まりに転じ、企業からの解約が集中するようになると、証券各社は、公社債投資信託に組み入れた新発債を本業部門に買い取らせる形で解約資金を調達するほかなく、これによって本業部門は大きな損失を被ることになった。⁽⁶⁾

昭和30年代前半において急速な伸長を示した証券界は、後述のように昭和36年の金融引締め政策によって不振に転ずるが、それまでの証券界の急伸長の背後には上記のように株式投資信託や公社債投資信託の存在があったことを見逃すことはできない。同時に証券会社の業容拡大を金融面から支えたのが、いわゆる「運用預り」制度であった。運用預りとは証券会社が一定の品借料(運用料)を支払って不特定多数の顧客から債券を預かる制度であるが、当時、証券会社は資金繰りが苦しくなると、この運用預り債券を増加させ、それを担保として、主として投資信託からコール資金を取り入れ、あるいは中小金融機関から借入れを行っていた。そのため運用預り残高は、昭和32年9月末に374億円であったものが、昭和35年9月末には1461億円、さらに昭和38年9月末には2000億円を超えるという顕著な膨張を示した。⁽⁷⁾

以上のような証券会社の営業姿勢や、あまりにも急テンポな業容拡大については、比較的早くから一抹の警戒感が抱かれていたことは否定できない。たとえば、本行営業局は証券会社のコール・マネー取入れについて常時監視し、必要に応じて短資業者に対し勧告を行っていたし、また昭和36年1月、本行調査局がまとめた資料では、前述の運用預り制度について、これが「しばしば乱用され、投機思惑を助長しているうらみがあるので、何らかの抑制措置が必要であろう⁽⁸⁾」と述べている。他方、大蔵省も昭和35年7月、理財局長通達「運用預り業務の兼業承認の取扱いについて」により、運用預りに対する規制を強化した⁽⁹⁾。

しかし以上のような規制や問題意識も、結果的にみれば極めて微温的なものであったといわざるをえない。後述のように、昭和40年に深刻な証券不況が生じたが、そうした事態を発生させるに至った原因を考えると、証券界の速すぎる業容拡大を可能にした大きな制度的背景として、運用預りの存在が浮かび上がってくるからである。

昭和36年7月以降の証券界

昭和36年7月22日、本行は公定歩合の引上げを行い、本格的な金融引締め政策を開始した。株価はその数日前の18日をピーク（株価指数1829.74——旧東証株価平均指数、以下46年6月まで同じ）に下落に転じていたが、この公定歩合引上げ発表の21日には東京証券取引所開設以来の大幅下落（45.72ポイントの下落）を示した⁽¹⁰⁾。昭和33年以降ほぼ一本調子の上昇を続けてきた株価はこれ以後下落傾向を示すようになり、翌昭和37年10月29日には1216.04まで落ち込んだ。

以上のような状況に対処し、まず昭和36年10月、証券金融会社の会員別の貸借取引融資枠が増額され、また同月中2度にわたり信用取引委託保証金率の引下げが行われた⁽¹¹⁾（60%→50%→40%）。さらに11月13日の増資等調整懇談会では、できるだけ増資を繰り延べることになった⁽¹²⁾。この間証券会社の資金繰り逼迫が目立ち、昭和36年10月～12月間における野村・山一・日興・大和の証券大手4社（証券投資信託業務を含む）の外部負債（投資信託ローン見合いのコール・マネーを除く）は187億円の著増を示した。それは、株価の急落に対処して市況を支える

ための株式買入れを行ったことや、公社債投資信託受益証券の買戻しが引き続き高水準であったことなどから、資金需要が増大した反面、資金調達面では、株価の低迷を映じて投資信託の設定が不振であったことや、手持ち債券の削減が進まなかったことなどの事情があったためであった。⁽¹³⁾ こうして証券会社は、金融引締め政策のもとで、不安定かつ高利の資金取入れを余儀なくされるという状況が続いた。

こうした情勢のなかで、本行は昭和36年11月、いわゆる証券コールに対する指導を開始した。証券会社のコール取入れは、昭和35年ごろから急増していたが、とくに昭和36年7月以降証券会社の資金繰りが窮迫したため、コールへの依存は一段と強まり、同年9月末における証券大手4社のコール取入れ高は1266億円に達した。もっともこのうち564億円は、自社系投資信託からのひも付きコール（いわゆる自社利用）であったが、過半は一般市場コール（ごく一部が中小金融機関等からのひも付きコール）であったから、本行はコール市場の安全性という観点から、こうした状況を放置しておいてよいかという問題意識を強く持つようになった。その結果昭和36年11月、本行は、証券会社のコール取入れ（一般市場コールおよび中小金融機関等からのひも付きコール）を自社系投資信託および本業の一般市場コール・ローンの範囲内に抑制するという指導を始めた。この指導の主たるねらいはコール市場の混乱を未然に防止することであったが、この措置が同時に本行の証券会社指導の有力な手段となった⁽¹⁴⁾という点も見逃すことはできない。

その後昭和37年に入って、株価がやや堅調になったこともあり、証券会社の資金繰りは一時逼迫感が若干薄らいだ。しかし2月中旬以降、株式市場は再び不振に陥り、証券会社の資金繰りも悪化した。とくに3月下旬から4月上旬にかけての株価下落が大きかったので、日本証券金融株式会社（以下株式会社は省略）は、東京証券取引所から3億円の預託を受けて4月9日、証券会社に対し更新差金の貸付を行った⁽¹⁵⁾。また公社債投資信託をめぐる証券会社の資金繰りを緩和するため、6月下旬および8月～9月の2回、証券大手4社に対し、市中銀行から公社債担保金融として1回28億円、計56億円の融資が行われた。公社債投資信託は前述のような発足当初の無理な募集とその後の金融引締め政策実施によって解約が

多くなり、証券会社の資金繰りはかなり苦しくなっていたが、この公社債担保金融は、直接的にはそうした証券会社に対し、高利のコール資金の代わりに公社債担保の低利資金を供給するという意味を持つものであった。⁽¹⁶⁾ 当時この問題は公社債流動化対策といわれ、当初、証券界や大蔵省はこれに本行信用を供給するよう望んでいたが、本行としては公社債投資信託に伴う資金繰り悪化を本行信用で解決するのは適当ではないという見地から、市中銀行ベースの融資によってこれに対処させることにしたものであった。⁽¹⁷⁾

その後も株価の下落は続き、10月3日の株価は、前年中の最安値を更新した（株価指数1240.16）。そのため緊急証券対策として、公社債担保金融（60億円）と信用取引委託保証金率の引下げ（40%→30%）が実施された。このときの公社債担保金融は、形式的には前2回の場合と同様であったが、融資金の用途を限定せず、株式買入れにあてることを認めたという点で、前2回の場合とその性格を異にしており、⁽¹⁸⁾ いわば株価対策として実施された。なお後述のとおり10月末から11月にかけて同趣旨で第4回めの公社債担保金融（100億円）が実施されたが、このときは株式投資信託に組み入れられている政保債を担保としたほか、融資先は証券大手4社から投資信託委託会社設立の証券14社に拡大され、融資側には信託銀行が加わった。⁽¹⁹⁾ 以上の措置によって株価は一時反発を示したものの、10月中旬に入ると再び下落傾向をたどるようになった。

他方この間、景気の落着きがほぼ定着したと判断されたため、前述のように本行は10月27日、公定歩合を引き下げ、11月1日から準備預金制度準備率の引下げを実施した。さらに11月に入って、①証券会社に対する大型株売越し自粛を求める大蔵省の行政指導、②4回めの公社債担保金融の実施（100億円）、③11月27日の本行公定歩合の再引下げ実施、④翌38年度財政の積極化を伝える報道といった諸要因が加わって、大手証券会社を中心に買い気がやや活発化したため、⁽²⁰⁾ 株価はかなり堅調に推移した。なお昭和37年中に行われた公社債担保金融は上記のように総額で216億円に上った。また本行は以上のような証券対策の経験から、証券市場に対する本行資金供給のルートを整備しておくことが必要と判断し、昭和37年11月7日から日本証券金融に対し手形貸付取引を開始した。

3. 証券不況とその対策

その後株式市況は昭和38年に入ってから底固い動きを示し、3月末の株価指数は、昭和36年9月以来ひさしぶりに1600台を回復した。これには、3月20日の第3次公定歩合引下げによって金利低下や景気回復に対する期待が高まったということもあるが、それ以上に証券会社が本業および投資信託の両面で積極的な買いに出る一方、顧客に信用取引を勧めて株価を押し上げ、これによって再び大衆投資家の動員を図ろうとしたことによるところが大きかった⁽²¹⁾。しかし4月～5月になっても、大衆投資家の積極的な動きはみられず、信用取引残高のみが増加し、これがしだいに株価を圧迫するようになり、株価は4月5日をピーク（株価指数1634.37）に、その後一高一低を示しながらも、総じてじり安を続けた。

このような状況のもとで、昭和38年7月5日、大蔵省は理財局長から財務局長あての通達「証券業者の財務管理等について」により、証券会社の負債および手持株の制限など、本格的な行政指導に乗り出した⁽²²⁾。これは証券会社の財務の健全化を推進する観点から、財務管理について具体的な指導基準を明示したもので、その後長く証券行政の基本となったものであった。

ところで当時、国際収支の赤字に悩んでいたアメリカでは、7月18日、ケネディ（J. F. Kennedy）大統領が金利平衡税の新設などを含む国際収支特別教書を議会に送った。このことはアメリカ国内のみならず、国際的にも大きな波紋を投げかけたが、わが国でも株式市況の流れに極めて大きな影響を及ぼした。株式市況は前述のような事情から4月上旬をピークにその後総じてじり安を続け、さらに上記のような大蔵省の行政指導強化の影響もあって軟弱な地合いにあったが、そのような状況のもとでアメリカの金利平衡税についての発表があったため、7月19日、同20日の株式市況は暴落した（株価指数で8.1%の下落、1400台割れ）。

こうした株価暴落に対し、7月19日、日本証券金融は、証券会社に対し、更新差金貸付を実施し、また翌20日には大蔵大臣が投資家の慎重な態度を要望する旨の談話を発表した⁽²³⁾。さらに大蔵省は23日、生命保険業界に対し買い出動を要請するとともに、市中銀行に対しても証券金融についての弾力的措置を要請した⁽²⁴⁾。これにより市中銀行は証券金融会社（3社）に対する協調融資枠を拡大し、さらに証券金融各社は7月27日、証券会社に対する緊急貸付を実施した⁽²⁵⁾。このような情

勢のもとで同年夏ごろから金融界を中心に内々過剰株式の買上げ機関設置が検討されるようになっていたが、そうしたなかで東京証券取引所および東京証券業協会の理事会は7月30日、株式買上げ機関の設置を決議し、その実現につき関係各方面に対し働きかけることにした。⁽²⁶⁾ こうした動きが後述の日本共同証券株式会社（以下株式会社は省略）設立の端緒となった。

この間、昭和38年8月以降秋口にかけ2次にわたり株価対策の見地から市中銀行による公社債担保金融が実施された。なおこれより早く同年7月、日本証券金融も証券大手4社に対し50億円を枠として「債券担保金融」を実施することになった。⁽²⁷⁾ このための資金は原則としてコール市場で調達するが、それが困難とみられるときは本行が援助することとし、前年秋に開始した同社との手形貸付取引を利用して、必要に応じ債券担保金融を行うことにした。

株価低落の原因

以上のような諸対策の実施にもかかわらず、株式市場は不振を続け、株価指数は11月には1200台に落ち込んだ。こうした昭和38年後半を通ずる不振の背後には、11月のケネディ大統領暗殺事件などのように市場に弱気を誘う、いろいろな事件があったことも事実であるが、当時の経済情勢をみると、既述のように、景気はかなり速いテンポで上昇しており、他方本行はそうした情勢に対し警戒感を抱きつつも、なお金融引締め政策に転じていたわけではなかった。したがって、株式市場の不振は当時の景況の反映とはいいがたく、むしろ証券市場内部における、構造的ともいえるべき事情にその原因があったとみるべきものであった。そうした状況のなかで、本行が昭和38年12月16日から準備預金制度の準備率を引き上げ、金融引締め政策を開始したことは、昭和30年代に入って急膨張を続けてきた証券市場の問題点を、いよいよ明確にさせたということができよう。

証券市場不振の背後にあった市場内部の要因というのは、一言でいえば、有価証券の運用預り制度の乱用や無理な株価形成などにより拡大を急ぎすぎた証券界の体質にあったというべきであるが、より具体的には、当時の市場において株式の需給がバランスを失っていたということにあった。さらにそうした事態を招い

表 3-2 株 式 投 資 信 託 の 状 況

(単位：億円)

昭和 年	ユ ニ ッ ト 型				オ ー プ ン 型			残存元本 の 合 計
	設定額	中間解約	償 還	残存元本額	設定額	中間解約	残存元本額	
32	731	160	72	1,164	195	1	205	1,369
33	991	257	79	1,818	73	—	279	2,097
34	1,453	589	32	2,650	372	—	650	3,301
35	2,469	858	—	4,261	1,151	21	1,781	6,042
36	3,912	1,301	98	6,774	1,970	257	3,494	10,268
37	2,226	1,352	142	7,508	1,245	940	3,799	11,306
38	2,876	1,372	179	8,833	443	1,371	2,871	11,704
39	1,746	1,682	454	8,442	1,556	1,253	3,173	11,616
40	1,838	2,357	426	7,498	131	1,138	2,166	9,663

(出所) 前掲『本邦経済統計』昭和40年報。

た原因に株式投資信託の存在があった。前述のように昭和36年半ばまで、証券界は株式投資信託の大量設定に成功し、これが株価高騰の大きな原因となり、さらにそれが株式投資信託の募集を好調にするといった形で、株式市場を拡大させてきた。しかしこうした拡大のメカニズムは、なんらかの理由で株価がひとたび下落し始めると、逆に縮小のメカニズムとして働く可能性をも内包していた。昭和36年後半以降の株式市場はまさにそうした状況に陥っていた。⁽²⁸⁾

昭和37・38両年における株式投資信託の設定額はなおかなり高水準であったが、同時に中間解約も急増し、そのため残存元本額は伸び悩みとなった(表3-2)。このような株価の低迷、株式投資信託の不振というメカニズムが働き出すと、投資信託以外の一般株式投資もまた漸次消極化した。反面、当時の増資は極めて高水準であった。こうして市場における株式の需給関係は急速にバランスを崩していった。⁽²⁹⁾このような事態に直面して、当時の関係者はなんとか株式の需要を喚起しようと努めたが、功を奏することができなかったことはすでに述べたとおりである。そのため、以上のような株式市場における需給関係を根本的に変えなければ問題は解決しないという認識が高まり、過剰株式買上げ機関設置の構想を生むことになった。

(1) 山一証券株式会社社史編纂室『山一証券史』同社、昭和33年、421～422ページを参照。

(2) 有沢広巳監修『証券百年史』日本経済新聞社、昭和53年、284ページを参照。

第5章 高度成長下の金融政策

- (3) 同上、291ページを参照。
- (4) 日本銀行調査局『調査月報』昭和36年2月号、同行、24ページ。公社債投資信託募集の出足は極めて華々しく、わずか3か月間で設定額は1000億円を上回ったが、このころ「証券よこんにちわ、銀行よさようなら」という有名なキャッチ・フレーズが生まれた。
- (5) 東京証券取引所『東京証券取引所20年史』同所、昭和49年、260ページを参照。
- (6) 日本銀行保有資料。なお公社債投資信託募集の問題点については、経済企画庁『昭和37年度経済白書』大蔵省印刷局、昭和37年、149ページでも指摘している。
- (7) 上掲日本銀行保有資料。
- (8) 日本銀行保有資料、昭和36年1月9日付、日本銀行調査局「株式流通市場の資金需要と金融市場との関係について」。
- (9) 日本銀行保有資料。
- (10) 前掲『調査月報』昭和36年8月号、18ページ。
- (11) 理財局証券年報編集委員会編『第1回理財局証券年報』昭和38年版、金融財政事情研究会、昭和38年、89ページ。
- (12) 同上、89ページ。
- (13) 日本銀行保有資料。
- (14) 日本銀行保有資料。
- (15) 前掲『第1回理財局証券年報』97ページ。なお更新差金とは、証券金融会社の貸借取引貸付において、同貸付が価額変動の大きい株式を担保としている関係上、株券時価の変動に応じて貸付金額または貸株代り金額を増減し担保力の維持を図っている（いわゆる値洗い制度または更新差金制度）が、各銘柄ごとに定められる貸借値段が変わった場合には既往貸付分の金額も変わるので、前の値段と変更後の値段との差額分が授受されることになる。この差額を更新差金という。
- (16) 全国銀行協会連合会『金融』第184号（昭和37年7月）63ページ、同第185号（昭和37年8月）38ページ、同第188号（昭和37年11月）56～57ページ。
- (17) 日本銀行保有資料。
- (18) 前掲『金融』第188号、56ページ。
- (19) 前掲『第1回理財局証券年報』95ページ。
- (20) 前掲『調査月報』昭和37年12月号、35ページ。
- (21) 日本銀行保有資料。
- (22) 理財局証券年報編集委員会編『第2回理財局証券年報』昭和39年版、金融財政事情研究会、昭和39年、190～197ページおよび通達集97ページを参照。なお、通達に示された財務比率に関する指導基準は以下のとおり。

$$\text{イ、負債比率} \left(= \frac{\text{負債総額}}{\text{純財産額}} \right) \dots\dots \begin{cases} 14社 = 9 \text{ 倍を超えないこと} \\ \text{その他業者} = 6 \text{ 倍を超えないこと} \end{cases}$$

ロ、固定比率 $\left(=\frac{\text{固定資産}}{\text{純財産額}}\right)$ ……80%を超えないこと

ハ、運用預り有価証券……純財産額の2倍程度、限度は3倍

ニ、商品有価証券……純財産額の範囲内、限度は2倍

ホ、経常収支率 $\left(=\frac{\text{手数料収入}+\text{金融収入}}{\text{販売費}+\text{一般管理費}+\text{金融支出}}\right)$ ……100%以上

(23) 昭和38年7月20日付『日本経済新聞』。

(24) 上掲紙、昭和38年7月24日付。

(25) 日本証券金融株式会社特別調査室『日本証券金融株式会社20年史』同社、昭和45年、134ページ。

(26) 前掲『第2回理財局証券年報』32ページ。

(27) 日本銀行保有資料。なおこの措置は、証券会社が債券の引受け等で一時的に債券の保有を必要とする場合、日本証券金融が証券会社に債券担保金融の形で所要資金を供給するものである。

(28) 日本共同証券財団『日本共同証券株式会社社史』同財団、昭和53年、2～3ページ。

(29) 同上、3ページ。

(2) 昭和39年～40年の証券対策

日本共同証券株式会社の設立とその活動

昭和38年（1963年）後半に低落傾向を続けていた株価は、準備預金制度準備率の引上げが実施された2日後の12月18日には株価指数で1200.64と1200の大台割れ寸前となり、36年7月のピークに比べると34%の大幅下落を示した。金融引締め政策開始直後の年末を目前にして、こうした株式市場の動きは各方面から注目を浴びていた。12月18日の本行総裁記者会見でも、以上のような株価下落に関連して本行の態度について質問が出された。これに対し山際総裁は大要次のように答えている⁽¹⁾。

現段階では資本市場そのものが混乱している事態であるとはみていない。証券業界が自らの手によって解決するのが基本である。「証券会社に直接資金を供与することが中央銀行として適当かどうか問題」であり、現在われわれはそうしたことは考えていない。

前述のように、すでに同年夏ごろから、過剰株式を買い上げ、棚上げするためのプール機関の設立構想が出ていたが、株価がその後一段と低落するなかで、金融界では市場安定のための株式買上げ機関設立の動きが急速に具体化していった。このような動きの背景には、金融界が、①株式市場を現状のまま放置すれば、投資信託の解約増加→組入れ株式の売却→市況悪化という悪循環によって一般投資家の不安動揺を招く、②証券会社の経営破綻によって金融秩序が乱され、ひいては信用恐慌まで進む懸念もある、③株式の担保価値下落に伴い銀行自体の資産内容悪化も懸念される、④日本経済に対する海外の信用を傷つけるおそれがある、といった判断を持つようになったという事情があった。⁽²⁾

こうして昭和38年12月半ば、金融・証券両業界の協力によって株式買上げ機関を設立するという構想が本決まりとなった。この株式買上げ機関をどのような形態のものにするかについては、当初、①投資会社案、②投資信託案（金融機関が受益証券を購入）、③証券会社案などがあり、いろいろ検討されたが、①、②については法的・技術的な問題が多いということから、結局、③の証券会社案に落ち着いた。もっとも証券会社案についても当初、証券業界は難色を示していたが、新機関は証券会社といっても、株式を買い入れるだけで、一般顧客相手のブローカー業務や社債業務は行わないという条件で、証券業界もこれに賛成した。⁽³⁾

こうして昭和39年1月10日、当初の出資者となる都市銀行12行（東京銀行を除く）長期信用銀行2行（日本興業銀行、日本長期信用銀行）および証券大手4社は、大蔵省および本行の最終的理解を得たうえで新会社「日本共同証券株式会社」（以下株式会社は省略）を設立することを決定し、即日これを発表した。その後新会社設立の手続は順調に進捗し、同月16日には社長に本行理事三森良二郎が就任することが内定した。そして同月20日、創立総会を開催するとともに、会社の設立登記を行った。事務所は日本興業銀行ビル内に置き、24日から営業を開始した。資本金は当初払込み額25億円（授權資本100億円）であった。⁽⁴⁾同社の設立趣旨については設立趣意書に次のように述べられている。⁽⁵⁾

従来金融機関は、資本市場育成策の一環として株式の買入を個別に行ってきたが、最近の市場の状況に鑑み今回株式の買入およびその安定化を目的として銀行・証券協

力の下に新会社を設立することとしたい。即ち、買入銘柄の選定、買入価格等の適正化を図りつつその効果を一層促進し、資本市場の発展に寄与せんとするものである。なお、今後情勢の推移により資本市場の育成発展に深い関係を有し共通の認識と目的をもつ関係各界の協力によって、本会社の機能を積極的に活用されることを期待するものである。

ここに述べられている日本共同証券設立の趣旨は、一言でいえば「株式市場の安定」を通じて「資本市場の育成に寄与する⁽⁶⁾」ということであろう。ただそこには株式市場の安定とは何かという問題があるし、それがまた直接的に資本市場の育成につながるかどうかという点についても問題がないわけではなかった。株式の買入れによる株式市場の安定が資本市場の発展につながるのは、その時の状況や株式買入れの運営いかんによるといえよう。したがって資本市場の発展という長期的な目標についてはコンセンサスがあったとしても、そのための株式買入れを具体的にどのように行うかは、かなりデリケートな判断を要する問題であった。しかもその結果は、単に証券界・金融界のみならず、個々の株式発行会社の利害に直接及ぶ性格を持っていたから、同社の運営いかんは、多くの反発や誤解を生む危険をも含んでいた⁽⁷⁾。したがって同社は株式会社として設立されたとはいえ、同時に公共的性格を持つ機関であるということについて一般の理解を得る必要があったし、その運営が中立公正なものであることについて疑念を生じないようにしなければならなかった。そこに本行が人的な面でも同社に積極的に協力することの必要性があった。

そうした観点から、同社経営陣には、本行出身者が前記社長のほか常務として1名が参画し、また職員としても4名が同社に出向した。しかし同時に本行としては、同社への援助も、あくまで信用不安を未然に防止するための措置であるという原則を守らなければならなかった。昭和39年4月に開催された本支店事務協議会において、山際総裁はこの点について次のように述べている⁽⁸⁾。

今回、金融界、証券界が自発的に共同証券を設立し、その社長として本行におられた三森理事が就任されたのでありますが、これまたやむをえない事情があるのであつて、同社設立の目的なり経緯なりに鑑み、本行としても今後可能なことは応援して行き、

株式市場の不安防止に寄与せしめたいと考えております。ただ本部としてはこれら株式市場に対する配慮はいわば緊急事態のもとにおいて真にやむをえない範囲に限られるべきで、決して株価水準を一定のところに維持しようとする意図はないのであります。証券業界の体質も必ずしも良好であるとはいえない現状であるので、市場の混乱により信用不安が生じないようこれを未然に防止するところに主眼があることをこの際申し述べておきたいと思います。

日本共同証券の株式買上げ資金としては、まず同社への出資金と都市銀行・長期信用銀行14行からの協調融資が予定されていた。一方、昭和39年年初不振のうちに幕を開けた株式市況は、1月10日の同社設立発表を好感して急反発に転じ、さらに株式投資信託の募集が好調であったこともあって、1月中はおおむね上昇傾向が続き、したがって、同社が買い出動する必要もなかった。しかし株価は同月末以降下落傾向を示すようになった。本行は前年12月に準備預金制度準備率の引上げを行い、さらに年明け後市中銀行貸出増加額規制を開始していたから、1月の株価が急進したことに対する警戒感が出てきたし、また2月の株式投資信託の設定が不振であったという事情もあり、2月の株価はおおむねじり安商状をたどった。⁽⁹⁾

1月20日に発足した日本共同証券は、この間、情報の収集、資金の充実に努め、株式市場に買い出動しうる態勢を整えていた。とくに3月に入って、2日には資本金を25億円から50億円へと倍額増資を完了し、翌3日には市中銀行14行との間に極度額100億円の協調融資契約を締結した。⁽¹⁰⁾一方、2月中不振が続いていた株式市況は3月3日、日本共同証券買い出動の報が伝えられて急反発したが、実際には同社の買い出動がなかったので、4日、5日の株価は反落した。こうした情勢のなかで、日本共同証券は、「この際市場に適当な刺激を与え取引の活発化を促す」ことが適当と判断し、3月6日、初の買い出動に踏みきった。⁽¹¹⁾買い出動の規模は、22銘柄、2150万株を発注し、実際に成約をみたのは2140万株、金額21.5億円であった。この買い出動によって株価は反発したが、その上げ幅は株価指数で前日比8.69ポイント高と比較的穏やかな動きであった。⁽¹²⁾

しかし株価は翌7日から6日間下げ続けた。こうした情勢から日本共同証券は

3. 証券不況とその対策

表 3-3 日本共同証券株式会社の買い・出動 (昭和39年 3月・4月 中)

	発 注			成 約		発 注 先	株価指数の前日比 騰(+)/落(-) (ポイント)
	銘柄数	株 数 (千株)	金 額 (百万円)	株 数 (千株)	金 額 (百万円)		
3月 6日	22(22)	21,500	2,143	21,404	2,154	4社	+ 8.69
16日	38(29)	14,700	1,602	13,424	1,577	4社、投信10社、運用5社	- 7.47
17日	24(20)	9,700	1,219			4社、投信10社、運用5社、中小グループ	- 3.34
18日	85(21)	30,366	3,482			4社、投信10社、運用5社、中小グループ	-13.04
19日	3(0)	1,000	93	21,258	2,539	中小グループ	+13.81
24日	1(1)	200	27			運用5社中の1社	- 1.00
25日	3(3)	900	109			4社中の1社、投信10社中の2社	+15.08
31日	56(4)	11,350	1,462	10,836	1,406	4社、投信10社、運用5社、中小グループ	+ 7.51
4月 7日	50(3)	14,750	1,780	14,640	1,785	4社、投信10社、運用5社	- 2.35
9日	24(0)	10,200	938	10,200	938	4社	- 6.68
10日	67(3)	21,050	2,524	19,968	2,403	4社、投信10社の1部、中小グループ	+ 4.33
18日	43(15)	10,100	1,510	9,998	1,487	同上	+ 2.11
25日	45(2)	10,250	1,336	8,833	1,114	4社	+ 0.85

(注)1. かつこ内は新規銘柄数。

2. 4社は大手4社 (野村・日興・山一・大和の各証券)。投信10社は投資信託委託会社を設立した14社中、大手4社を除いた10社 (大商・大坂屋・大井・日本勧業・岡三・玉塚・角丸・山崎・江口・山叶の各証券)。運用5社は運用預り業務を行っていた19社から上記の4社と投信10社を除いた5社 (丸三・日東・八千代・光亜・第一の各証券)。中小グループとは上記19社以外の中小証券中11のグループを形成していた80社。

出所) 前掲『日本共同証券株式会社史』17ページ、19ページ。ただし株価指数 (旧東証株価平均指数) の前日比は『日本経済新聞』。

3月16日から第2次の買い出動に入った。その翌17日、既述のように本行は公定歩合の日歩2厘引上げを発表し、本格的な金融引締め体制を整えたが、このニュースは証券市場にとってかなりのショックであった。本行もこの公定歩合引上げによる証券市場への影響を重視し、証券大手4社および日本共同証券に対し、市場の安定について協力を要請した。また翌18日の記者会見において、山際総裁は市場対策のための資金についても、必要があれば本行も支援する旨を表明した。⁽¹³⁾ この日、日本共同証券は大手証券会社とともに市場の大量売りに対し買い支えを行ったので、公定歩合引上げによる株式市況への影響は比較的軽微にとどまった。同社はその後も4月にかけて、株式市場における買い出動を続けた（表3-3）。しかし4月末から株価は反騰に転じたので、5月～7月間は同社の買い出動はなかった。なお同社は4月3日資本金を50億円から100億円へ倍額増資するとともに、以後漸次資本参加の範囲を拡大し、各界の協力態勢を強化した。⁽¹⁴⁾

本行公定歩合の引上げから約1週間後の昭和39年3月26日、山際総裁は衆議院大蔵委員会に参考人として出席したが、席上、日本社会党の堀昌雄議員は、日本共同証券が人為的に株価を操作するのは問題であるとして総裁の見解をたずねるとともに、同社に対する本行の資金供給についても質問した。山際総裁はその答弁のなかで、まず第1点について、「共同証券といったような性質の機関は、自由な株式取引市場のたてまえから申しますならば、緊急の場合にのみ許される例外的な形態」であると述べるとともに、しかし「この段階において」は、「無用の混乱を防止するという」観点から、同社のような存在が必要であるとした。また第2点の、本行からの資金面の援助について、同社が現実買い出動するにはいろいろな条件があろうが、そうした買い出動に対して本行が支援する場合の趣旨は「やはり全体の証券市場なり金融界なりの安定のために、資金を放出することになる」と答弁した。⁽¹⁵⁾

5月～6月と堅調を維持した株価は、7月に入ると間もなく続落歩調をたどるようになった。こうした動きは8月に入っても改まらず、そのため証券界には日本共同証券の買い出動を期待する空気が強まった。これに対し日本共同証券としては、①相場下落が主として市場の内部要因に基づく自律的なものであるこ

と、②同社の資金量にも限度があること、③証券業界自身が市場に対する株式の供給要因を抑える努力をすべきであること、といった判断から買い出動に慎重であった。⁽¹⁶⁾しかしこの間、市場では潜在的に売り圧力が強まっていたし、株価の低落と株式出来高の減少によって証券会社の経営内容も悪化しており、早急に強力な市場対策を講ずることが必要となってきたので、日本共同証券は8月25日、やむをえず買い出動（約18億円）を再開した。⁽¹⁷⁾

この買い出動によって当日の株価は反騰したが、翌日から株価は再び続落し、日本共同証券は再び大規模な買い注文（約30億円）を出した。⁽¹⁸⁾ただ当時の情勢では以上のような日本共同証券による買い出動が実際に効果をあげるためには、証券大手4社が協調して買い支え態勢をとることが不可欠と考えられたが、その時点での大手4社の資力では、そうした協調介入を行うことは事実上不可能であった。そこで本行は証券大手4社に対して、日本証券金融を通じて協調買い資金を供給した（この点については後述する）。

日本共同証券の買い出動は9月中もかなりの規模で行われたが、株価の続落傾向は改まらず、10月上旬には一時的ながら株価指数が1200の万台を割るという状況であった（10月7日前場1196.89）。当時の昭和39年秋は株価の値下がりから株式投資信託が極度の不振に陥り、解約資金調達のため巨額の株式売却を余儀なくされ、これがまた株価の下落を誘って投資信託不振に拍車をかけるという悪循環がとくに顕著になっていた。こうした事態のなかで同社はその後一段と大量の買い出動を余儀なくされ、他方これに必要な資金を調達するため増資や市中協調融資枠の拡大が行われた。こうして同社は、昭和39年11月末時点において、株式買入れ累計が1200億円を超え、他方資金調達面では払込済み資本金300億円、市中協調融資枠1200億円、うち借入れ残高1000億円という大投資機関となった（表3-4）。

この間株式市場の不振は改まらず、市況は日本共同証券および証券大手4社の大量買入れによって、ようやく株価指数1200台割れを防ぐという状況が続いた。こうした事態について、「実勢にさからった人為的なテコ入れがこうじるにつれて、無理が目立ち、株価はもちろん、市場の機能自体にも“ひずみ”が表面化す

表 3-4 日本共同証券株式会社の株式買入れと資金調達

(単位：百万円)

昭和 年・月	株 式 買 入 れ 額			資 金 調 達 残 高			
	買入れ	増資払込み	累 計	資本金	借 入 金		計
					市中銀行 協調融資	日本銀行から 日本証券金融 経由	
39. 1	—	—	—	2,500	—	—	2,500
2	—	—	—	2,500	—	—	2,500
3	6,305	—	6,305	5,000	2,000	—	7,000
4	8,920	—	15,225	10,000	8,000	—	18,000
5	259	—	15,484	10,000	8,000	—	18,000
6	—	52	15,536	10,000	8,000	—	18,000
7	—	87	15,623	10,000	8,000	—	18,000
8	1,572	116	17,311	10,000	8,000	—	18,000
9	6,279	116	23,706	10,000	14,500	—	24,500
10	31,236	92	55,034	15,000	45,000	—	60,000
11	66,716	64	121,814	30,000	100,000	—	130,000
12	61,288	314	183,416	30,000	100,000	57,800	187,800
40.1 ～41.3	7,113	3,050	193,579	30,000	103,500	67,628	201,128

(注)1. 株式買入れ額は受渡しベース。最終買入れ分(昭和39年12月28日)の受渡しは昭和40年1月7日に完了。

2. 資金調達残高は年・月末時。

(出所) 日本銀行保有資料。

るといった形になる⁽¹⁹⁾」という批判が高まった。こうした批判は確かに当たっていたが、当時の状況のもとでは、これまで続けてきた株価水準の防衛を放棄すれば、大きな混乱が生じる可能性が強かったから、途中で方針を変更することはできなかった。

12月に入ると、日本特殊鋼株式会社やサンウェーブ工業株式会社の「会社更生法」適用申請といった、いわゆる大型倒産が相次ぐなど、不況ムードが強まり、株式市場には不安人気が高まった。こうした状況のなかで日本共同証券の買い介入はほとんど常態化し、引き続き大量の株式を買い支えることになり、そのための所要資金として後述のように本行資金の投入も行われた。しかしその間、準備預金制度準備率の引下げが行われ、さらに昭和40年に入って公定歩合が引き下げられるなど、金融政策が転換され、また後述のように日本証券保有組合が設立されて株式の長期棚上げが行われることになったこともあって、年明け後の株式市

場には久々に明るさが戻った。こうした状況を背景に、日本共同証券は昭和39年12月28日の買い出動を最後に株式の買入れを停止し、昭和40年12月以降は保有株式の売却を行うようになった。

日本共同証券の保有株式売却は、当初市場の情勢を考慮しながら徐々に進められたが、昭和42年4月以降は毎月行われるようになり、とくに昭和43年3月以降は市況上伸を背景に売却のテンポを速めた。そして同年8月23日にはまず本行からの借入金を完済、44年5月1日には市中銀行協調融資も完済することができた。⁽²⁰⁾

昭和39年秋以降における本行の証券対策

すでに述べたように、本行は日本共同証券の設立に際し、これを側面から援助してきた。しかし株式市場は昭和39年夏ごろから一段と不振の度を深め、そのため本行としても、本行信用の投入を含め、さらに積極的な証券不況対策を打ち出さざるをえなくなった。

その第1は、証券大手4社に対し、協調買い資金を日本証券金融経由で供給することであった。これは前述のように8月末以降の市況対策として、日本共同証券の買い出動のみでは不十分であり、証券大手4社による協調買いが必要であるという判断によるものであった。39年9月4日本行は信用供与方針を固め、証券大手4社の代表を招いて通告した。信用供与の方式は、まず日本証券金融が証券大手4社に対し、9月4日以降の株式買越し高の範囲内で融資を行い、さらに本行は日本証券金融に対し、前述の債券担保金融を拡充する形で、その資金繰りをみるというものであった。このように、この融資は債券担保金融の形で行われたので、「日証金債券担保金融別口」という名称になっていたが、実際には実態に即して「協調買資金貸付」と呼ばれることが多かった。その第1回分の実行は9月9日に行われ、10月末にはその残高は162億円（各社約40億円）に上った。⁽²¹⁾

しかしその間証券大手4社では、買入れ株式にかかる評価損の累積、担保繰りの窮迫、買入れ株式の平均利回りと借入れ金利の逆鞘等の問題が生じ、そのためしだいに協調買いを続けることが困難になってきた。他方本行は後述のように10

月下旬日本共同証券の資金力を増強するため特別の配慮をしたが、同社はこれにより増強された資金の一部によって証券会社手持ち株式の肩代わりを行うことになった。この肩代わりは11月6日に実行され、その金額は大手4社から200億円、投信10社から45億円、合計245億円であった。こうして株式の肩代わりが行われた以上、前述の協調買資金貸付は、肩代わり代金をもって返済されるべきであったが、本行は当時の株式市場の状況から考えて、各社の金利負担軽減ならびに投資信託の流動性回復（これに伴う投資信託組入れ株式の売止め）が必要という見地から、特別の措置としてこの貸付を回収せず、自社系投資信託から取り入れていたコールの返済に充当させることにした。同時に以後この協調買資金貸付については、総額400億円をめどとし、うち200億円を証券会社の体質改善資金（大手4社のほか、投信10社をも対象）として固定し、残り200億円の範囲内で協調買⁽²²⁾を行わせる方針をとった。

なお、上記の投資信託の流動性回復措置は、昭和36年11月以降コール市場正常化の観点から実施されていた証券コール規制の第2次措置で、それまでの投資信託を本業の一部とみなす見方を改め、投資信託放出コールの全面的フリー化（ひもつき運用はいっさい認めない）を進めるとともに、証券会社のコール・ポジションも投資信託分とは切り離し、本業自体のコール・ポジションを規制することにしたものであった（投資信託コールは43年6月以降全部フリー化され、逐次証券会社のコール・ポジションも大幅に改善された）。

この間、政府も証券不況対策について検討していたが、9月22日、田中蔵相は関係各界代表（本行からは佐々木副総裁）を招いて懇談し、その際、①日本共同証券の資力充実、②増資の抑制、③日本銀行の日本証券金融への融資拡充、④証券業界の体質改善、⑤資本充実のための税制の検討等の諸点の必要を強調し、各界の協力を要請した。これに対し佐々木副総裁からは、証券業界の体質改善、各界の協力を前提として、①市中貸出増加額規制、②本行の貸出限度額、③増資つ⁽²³⁾なぎ融資の3点について協力する旨が表明された。

一方市中銀行側でも、以上のような政府の協力要請に対する態度について検討が行われた。当時日本共同証券は積極的な買い出動を続けており、多額の資金を

調達する必要に迫られていたが、金融引締め政策実施中でもあり、多額の資金調達はなかなか容易なことではなかった。このため日本共同証券に対する協調融資団参加銀行22行（都市銀行12行、長期信用銀行3行、信託銀行7行）は、10月14日付で大蔵大臣および本行総裁に対し「要望書」を提出した。このうち大蔵大臣あて要望書の内容は、主として証券行政に関するものであり、本行総裁あてのものは、同社への資金供給に関連した極めて具体的なものであった。本行総裁あて要望書の要点は以下のとおりであった。⁽²⁴⁾⁽²⁵⁾

イ、日本共同証券に対する協調融資については、貸出増加額規制枠算定上、特別扱いとすること。

ロ、日本共同証券への出資および協調融資に要する資金については、日本銀行借入限度額の上乗せとして日本銀行から資金を供給するとともに、日本銀行借入金の期間についても、同社への出資・協調融資と対応するよう配慮すること。

ハ、日本共同証券振出しの手形を日本銀行担保適格手形とすること。

ニ、協調融資銀行としては今回の増資および協調融資枠拡大が一応の限界と考えられるので、今後なお日本共同証券の資金量拡大が必要な場合は、日本銀行からの資金供給等、なんらかの新しい措置を考慮されたいこと。

同14日の総裁記者会見においては、以上の要望書に対する本行の態度について質問が集中した。これに対し山際総裁は、個々の問題についての対応については明言を避けたものの、本行の基本的態度としては「許される範囲内で趣旨に沿うよう支援して行くつもりである」と答えた。⁽²⁶⁾その後本行は、以上のような要望について検討した結果、次のような特別の配慮をすることにした。⁽²⁷⁾

イ、10月15日以降の出資・融資分については、貸出限度額適用制度および市中銀行貸出増加額規制の別枠扱いを認める。

ロ、日本共同証券振出手形を本行適格担保とする（同社買入れ株式を同手形の附随担保とする）。

市中銀行側は、上記の要望書のなかで市中銀行からの資金供給はもはや限界に達しつつあると述べていたが、その後も以上のような本行の特別措置を背景に、市中銀行はさらに日本共同証券に対する資金協力を続け、その累計は出資金を合

み昭和39年11月末で1300億円に達した。

しかし、こうした巨額の資金も、日本共同証券の相次ぐ買い出動によって11月中に使い果たされ、これ以上は市中ベースの資金調達は困難であると考えられるようになったので、本行は12月以降やむなく本行資金を日本証券金融経由で融通することになった。その方式は、日本共同証券の株式買入れおよび増資払込み資金の範囲内で、本行が日本証券金融に対し貸付を行い、さらにその資金を日本証券金融が日本共同証券に貸し付けるというものであった。その際の担保は、本行と日本証券金融との間では日本共同証券が日本証券金融あてに振り出した手形、および本行手形貸付担保適格債券が用いられ、また日本証券金融と日本共同証券との間では株式の差入れが行われた⁽²⁸⁾（日本共同証券が日本証券金融に差し入れる担保株式は本行が必要と認めるときは直ちに本行へ附随担保として差し入れられることになっていた）。また本行の貸付金利は公定歩合（当時、債券担保貸付日歩1銭9厘、並手形担保貸付日歩2銭）を適用するが、日歩1銭4厘を上回る部分

表 3-5 日本共同証券株式会社に対する日本銀行
の日本証券金融株式会社経由信用供与
(単位：億円)

昭和 年・月・日	貸付額	残高	昭和 年・月・日	貸付額	残高
39.12. 4	40	40	39.12.19	28	383
7	10	50	21	58	441
8	23	73	22	18	459
9	23	96	23	15	474
10	28	124	24	19	493
11	42	166	25	29	522
12	32	198	26	17	539
14	33	231	28	39	578
15	21	252	40. 1. 5	26	604
16	35	287	6	21	625
17	24	311	7	33	658
18	44	355	8	20	678

(出所) 前掲『日本共同証券株式会社社史』49ページ。

については徴収を猶予した

(その後この猶予措置は昭和

41年6月に廃止し、猶予された利子も昭和42年7月までに徴収を完了した⁽²⁹⁾。)

この本行融資の第1回分は昭和39年12月4日に行われ、その金額は40億円であったが、この融資はその後ほとんど連日実行され、その残高は昭和40年1月8日(ピーク)

に、678億円に達した(表

3-5)。

この日本共同証券に対する本行資金の融通は、当時、同社の性格ともからんで、いろいろ問題視された。たとえば、昭和39年12月4日付『毎日新聞』の解説

記事は、次のように述べた。

すでにこうした“政策資金”の投入は、日銀——日証金——四大証券という形で最近行なわれたばかりだが、このときは、株価安定のためという同じ“政策資金”の投入といっても、まだコマーシャル・ベースに乗っていた。しかし今回の融資は、利子の徴収猶予金〔ママ、徴収猶予措置を指す〕というやり方にみられるように、コマーシャル・ベースという基盤をいっさいかなぐり捨ててしまっている。共同証券は金融界・証券界あげての“株価安定機関”とはいうものの、従来は、私企業という限界のなかにあったが、今回の措置により“半官的”なものへと大きく転身したということができよう。

〔中略〕

日銀がとにかく“信用不安を未然に防止する”という立場から、今回のような思い切った政策に踏み切ったことは、ある意味で“ほめられてもいいこと”だが、しかし基本的証券対策を早急に確立しない限り、こうした“無限”に政策資金を投入するというやり方はあとに大きな問題を残すといえるだろう。

また12月18日の衆議院大蔵委員会では、佐々木本行副総裁ほか、日本共同証券社長ら4名の参考人の出席を求め、証券問題について討議が行われたが、その際、討議の焦点となったのは、当面の市場対策、とくに日本共同証券の性格いかんという問題であった。冒頭、佐々木副総裁は、証券市場対策に関する本行の考え方について、次のような趣旨の発言を行った⁽³⁰⁾。

証券市場は本来自由であるべきであり、株価も需給関係に応じて自律的に決められるべきものと思うが、証券市場に不安動揺が生じ、市場の機能が著しく阻害されるような事態が生じることは国民経済にとってゆゆしい問題であり、とくに最近のように間接金融に似た形の投資信託が大きくなっている状況のもとで、不安動揺が生ずる場合は、信用制度の保持・育成上も重大な問題である。したがって、そうした事態を未然に防止するに必要な限度において、日本銀行としても中央銀行として所要の措置をとっていくつもりである。日本共同証券に対する直接融資についても、それが必要となる状況が生ずれば考慮することになるかも知れない。ただ現在の証券市場の問題は、過去の高度成長に基づいて、証券業者、証券市場が力以上に拡大したことにも原因があるものとみており、なかなかその根

は深く、単に金融対策のみで事態が改善するものとも思っていない。

さらに席上、堀昌雄議員は日本共同証券の性格について、同社の公共性をもっと前面に出すことが、今後日本銀行が直接融資を行ううえでも適当ではないかと質問した。これに対し佐々木副総裁は、同社に直接に資金の道をつけることが必要となった場合には本行としても、やはり国民全体が納得する形でやるべきものと考えていると答弁した。⁽³¹⁾

本行が、昭和39年1月の日本共同証券の設立に際して積極的に協力したのは、もちろん当時から、この証券不況がかなり深刻な問題を含んでいるという認識があったからであるが、同時に本行は証券不況対策のための資金を本行から投入するのは、できれば避けたいと考えていた。しかしその後の証券市場は一段と不振の度を深め、日本証券金融経由とはいえ、日本共同証券に本行資金を投入しなければならぬ事態を迎えるに至った。しかも、そうした強力な買い支えの結果、株価が固定化するとともに市場の取引高が著しく減少し、事実上市場機能がまひするような状況に陥るなど、いろいろな問題点が表面化した。さらにその背後にあった本行にも批判が向けられるようになったが、当時の証券市場の状況のもとでは、本行が手を引くことは事実上不可能であった。ただ当時の証券対策に対する批判は、対策そのものというよりは、むしろその方法に関するものが多かった。そうした証券対策をめぐる反省は、やがて後述の日本証券保有組合を生む契機になったといえる。

日本証券保有組合の設立とその活動

昭和39年後半における日本共同証券の大量買い出動にもかかわらず、その結果が必ずしも意図したようなものとならなかったことから、やがて証券業界では、投資信託ならびに証券業者保有株式を一举に大量に棚上げするとともに、買入れ対象も優良銘柄に限らず、大幅に拡大することが必要という見方が強まってきた。しかしこれを日本共同証券に求めることは、同社の株式会社としての性格からみて問題があり、そのうえ証券業界には、日本共同証券による株式保有がさらに巨大化し、その結果、証券業界に対する銀行の影響力が増大することについて

の警戒心があった。⁽³²⁾

こうした事情から、大手証券会社、東京証券取引所、日本証券金融が中心となって、証券業界独自の株式棚上げ機関を作ろうという気運が高まり、これに対し本行も、日本証券金融経由により、株式肩代わり資金を供給することに踏みきった。こうして、日本共同証券が設立されて約1年後の、昭和40年1月12日、日本証券保有組合が設立された（設立趣意書、組合要綱の公表は1月5日）。株価はこの組合設立を好感して一時上昇した。

「日本証券保有組合設立趣意書」には次のように述べられている。⁽³³⁾

未曾有の証券市場の不振に際会し、当面の対策として過剰株式の棚上げによる株式需給の均衡をはかることがぜひとも必要であります。よって証券業界としては、この際日本共同証券株式会社と協力して、投資信託組入株式の過剰分と証券業者保有の過剰株式の買入れを行ない、いっきょにこれを棚上げすることにより証券市場における需給の改善および証券業者の体質改善をはかり、もって資本市場の機能の回復に資するため、今回日本証券保有組合設立を企画したものであります。

日本証券保有組合は民法上の任意組合として設立され、その組合員の資格は証券取引所の会員である証券業者とした。またその事業は上記趣意書のとおり投資信託保有株式および組合員保有株式の買入れ（後者は売戻し条件付き）となっていた。さらにそのための資金は日本証券金融およびその他金融機関からの借入れによることにしていたが、前者については本行からの資金援助が予定されていたことは前述のとおりである。なお、同組合の理事長には大蔵省出身者が就任したが、専務理事には本行出身者が就任、さらにその後、職員に本行からの出向者が加わるなど本行は人事面でも同組合の設立・運営に協力した。⁽³⁴⁾

日本証券保有組合の発足は、証券不況対策が新しい段階に入ったことを示すものであった。同組合の設立を報じた昭和40年1月6日付の『日本経済新聞』の解説も「共同証券が一年かかってタナ上げた株式（約千九百億円）に匹敵する額を一挙に（技術的には二、三回にわける）タナ上げするという画期的な証券対策に変わるところに意味があり、そこに証券不況の一年間の進展をみる事ができる」と述べた。

日本証券保有組合は、昭和40年1月23日と29日の2回に分け投資信託分第1次買入れ（金額820億円）を行った。同組合はこれを第1回として、2月に入って証券会社本業分（501億円）、3月には投資信託分第2次（412億円）の買入れを行った。こうして同組合の株式買入額は1月～3月中1733億円に上った。⁽³⁵⁾ 本行はその買入代金の95%（1646億円）を日本証券金融経由で融資した。もっともこのうち日本証券保有組合に対する融資は買入金額の90%分で、他の5%分は同組合への出資見合貸付として組合員に貸し付けたものであった。この本行融資の担保には日本共同証券の場合と同じように、日本証券保有組合振出し日本証券金融あての手形および本行手形貸付担保適格債券が差し入れられた。⁽³⁶⁾

以上のように大量の株式を凍結したにもかかわらず、その後も株式市況は立ち直らなかった。とくに3月8日には、山陽特殊製鋼株式会社の「会社更生法」適用申請（3月6日）をきっかけに、株価指数は4年6か月ぶりに1200台を割った。さらに4月に入ると、公定歩合の再引下げが実施されたにもかかわらず、株式市況への好影響はさしてみられず、株価はその後一高一低を繰り返していたが、5月下旬から6月にかけて、後述のように山一証券株式会社や大井証券株式会社の経営悪化が表面化したため、株式市況は続落商状を呈した。

日本証券保有組合の株式買入れは、当初、前述の1月～3月中の買入れをもって終了する予定であったが、その後も株式市況は上述のように一段と悪化したので、同組合は昭和40年7月、投資信託分の第3次買入れ（595億円）を行った。⁽³⁷⁾ 当時、6月から7月にかけて本行は公定歩合の第3次引下げと準備預金制度準備率の引下げを決定し、政府もまた財政支出の繰上げ・拡充などを含む景気対策を決定するなど、金融財政両面から矢継ぎ早に景気振興策が打ち出されるなかで、上述の日本証券保有組合の株式買入れが行われ、さらに大手証券会社筋の積極買いも加わったため、株式市況も7月後半に入ってようやく反発に転じた。次いで8月になると、商品市況の立直り気配や、国債発行論の広がりなどを材料に、株式市況は一段と上伸し、出来高も急増した。その後株価は10月、一時反落したこともあったが、株式市場はおおむね活況を続け、同年12月には信用取引委託保証金率の引上げ、代用掛目の引下げなどの規制措置が実施される状況となった。⁽³⁸⁾

3. 証券不況とその対策

こうして証券市場はようやく不況から脱出し、したがって日本証券保有組合の株式買入れも7月の分が最後となった。その結果、同組合の株式買入額は、累計2328億円に達し、そのうち投資信託分が1827億円、証券会社本業分が501億円であった。⁽³⁹⁾ただし同組合の株式保有高は、その後増資取得分が加わって増加し、そのピーク（昭和41年2月）は2349億円⁽⁴⁰⁾となった。これに対する本行融資は、株式買入代金のみで累計2156億円に上ったが、このほか前述のように組合員に対する出資見合貸付が85億円あったから、実質的には2241億円の本行融資が行われたことになる（表3-6）。

表 3-6 日本証券保有組合の株式買入れと同組合に対する
日本銀行の日本証券金融株式会社経由信用供与

（単位：億円）

株 式 買 入 れ			日本銀行信用供与	
受 渡 日	買 入 れ 対 象	金 額	貸 付 額	残 高
昭和 年・月・日			（株式買入資金）	
40. 1. 23	投資信託分(第1次)	410	389	389
1. 29	” (”)	410	390	779
2. 3	証券本業分(第1次)	300	285	1,064
2. 26	” (第2次)	201	191	1,255
3. 30	投資信託分(”)	412	391	1,646
7. 23	” (第3次)	595	510	2,156
計		2,328	2,156	
(その他)			(出資見合貸付)	
増資取得分		22	85	
累 計		2,349	2,241	

（出所）日本銀行保有資料。

その後日本証券保有組合は、昭和41年3月から保有株式の売却を開始し、昭和44年1月9日に最終売却分の受渡しを完了した。⁽⁴¹⁾なおこの間、同組合に対する本行貸出も、昭和43年8月27日に完済となった（出資見合貸付は翌9月完済⁽⁴²⁾）。また同組合は保有株式の売却を完了した直後の昭和44年1月11日に解散した。⁽⁴³⁾

- （1）日本銀行保有資料。
- （2）日本銀行保有資料。
- （3）同上資料。
- （4）前掲『日本共同証券株式会社社史』5～8ページ。

第5章 高度成長下の金融政策

- (5) 同上、6 ページ。
- (6) 三森良二郎「日本共同証券の進む道」(昭和39年4月27日付『日本経済新聞』)。
- (7) 昭和39年3月5日付『日本経済新聞』は「共同証券のすっきりせぬ性格」と題する社説を掲げ、日本共同証券の問題点を指摘するとともに、政府介入の危険があると警告した。
- (8) 日本銀行保有資料。
- (9) 前掲『日本共同証券株式会社社史』14ページ。
- (10) 同上、15ページ。
- (11) 同上、15ページ。
- (12) 同上、15ページ。
- (13) 日本銀行保有資料。
- (14) 前掲『日本共同証券株式会社社史』18ページ。
- (15) 『第四十六回国会衆議院大蔵委員会議録』第26号、昭和39年3月26日、11～12ページを参照。
- (16) 前掲『日本共同証券株式会社社史』21ページ。
- (17) 同上、21ページ。
- (18) 同上、22ページ。
- (19) 昭和39年11月18日付『日本経済新聞』。
- (20) 前掲『日本共同証券株式会社社史』30ページ、67～101ページおよび年表を参照。
- (21) 日本銀行保有資料。
- (22) 同上資料。
- (23) 日本銀行保有資料。
- (24) 前掲『日本共同証券株式会社社史』資料72～73ページ。
- (25) 同上、資料73～74ページ。
- (26) 日本銀行保有資料。
- (27) 日本銀行保有資料。
- (28) この場合、日本証券金融が本行への担保として差し入れる日本共同証券振出手形の掛目は80%で、掛目不足分は本行貸付担保適格債券となるが、この債券は日本証券金融が自己調達しなければならず、日本証券金融では日本共同証券から徴求の担保株式(本行貸付の附随担保)の一部を流用して市中から債券借入れを行った。他方日本共同証券でも日本証券金融の担保掛目が80%のため担保不足が生じ、産業界50社から総額252億円の借り株を行った。なおその後昭和40年7月の市況低迷に際し、日本共同証券は再買い出動に備え、生命保険5社から250億円の借り株を行ったので、借り株総額は502億円となった(同上資料)。
- (29) 同上資料。
- (30) 日本銀行保有資料。『第四十七回国会衆議院大蔵委員会議録』第4号、昭和39年12月18

日、4 ページも参照。

- (31) 上掲『第四十七回国会衆議院大蔵委員会議録』第4号、5～6 ページを参照。
- (32) 瀬川美能留（語る人）『証券市場と大衆資金』（エコノミスト編集部編『戦後産業史への証言』4、毎日新聞社、昭和53年、所収）115 ページを参照。
- (33) 日本銀行保有資料。
- (34) 日本銀行保有資料。
- (35) 日本銀行保有資料。
- (36) 日本銀行保有資料。
- (37) 日本銀行保有資料。
- (38) 前掲『日本証券金融株式会社20年史』216～217ページ。なお、代用掛目とは、委託保証金として現金にかえ一定の有価証券（代用証券という）をあてる場合の換算率をいう。つまり有価証券の時価に代用掛目を乗じたものが委託保証金としての充当価格となる。
- (39) 日本銀行保有資料。
- (40) 日本銀行保有資料。
- (41) 日本銀行保有資料。
- (42) 同上資料。
- (43) 同上資料。

(3) 山一証券株式会社、大井証券株式会社に対する特別融通

「山一証券問題」の表面化

これまで述べてきたような証券不況のなかで、証券会社の経営はしだいに苦しくなり、昭和39年（1964年）9月期の全国証券業者の決算は264億円という巨額の赤字を計上する結果となった⁽¹⁾（翌40年5月には主要証券会社19社のうち、2社を除く全社が大きな赤字を抱えていた⁽²⁾）。こうした状況のなかで、とくに損失が大きかったのは山一証券株式会社（以下株式会社は省略）であった。同社は昭和37年以来、損失を累積し、昭和40年3月末で、資本金80億円に対し、累積損失が262億円に達していた。こうした山一証券の経営行き詰まりは、昭和39年半ばごろから問題となり始めた。同社の主要取引先銀行である富士銀行・三菱銀行からは、昭和37年以降すでに専務取締役各1名が派遣されていたが、昭和39年秋には社長の更迭が行われ、主要取引先銀行の一つである日本興業銀行の出身者が新社

長に就任し、同社の再建問題が具体的に検討されることになった。⁽³⁾

同社の主要取引先銀行である上記3行は、まず同社の実態把握にとりかかったが、その作業が進むにつれて、同社の内容がかなり深刻な状況にあることが明らかになった。そこで3行はとりあえず、金利棚上げによって、当面の出血（当時の赤字は月3億円程度）を減少させる程度の案を検討するとともに、内々本行に対し特別の資金援助方を打診してきた。これに対し本行は、当時の深刻な状況から考えて、いずれ本行としてもなんらかの特別の措置を講ぜざるをえなくなるかもしれないという認識を持ちつつも、個別企業救済のための特別措置を実施することはできない事情を説明し、市中段階でのいっそうの努力を要請した。⁽⁴⁾

主力3行はとりあえず関係18行の金利減免を行うよう昭和40年4月以降各行と折衝を開始し、5月19日には、本行、大蔵省を交え関係18行全体で金利棚上げ措置につき話し合いが行われたが、主力行以外の銀行のなかには、3行案による金利棚上げは負担過大との異論もあって、なかなかまとまらなかった。⁽⁵⁾

当時、このような山一証券の状況、主力3行による再建案検討の事情等については、一部報道関係者にもある程度知られていた。ただこの事実が報道された場合、それが信用不安に発展するおそれがあるということから、報道関係者もしばらく事態の推移を見守ろうとしていたし、大蔵省からも在京新聞各社に対し、記事の掲載を延期するよう、協力を要請していたといわれている。⁽⁶⁾

このような状況のなかで、昭和40年5月21日の『西日本新聞』朝刊が、この山一証券再建問題について報道したため、この問題は一挙に表面化するに至った。⁽⁷⁾ 当時、同社の再建計画については、主力3行が大蔵省や本行とも協議しながら、その最終案をまとめ上げようと努力していたが、この新聞報道によって急きょ予定を変更して、この問題について正式発表を行わざるをえなくなった。この日午前10時半、田中蔵相および佐々木本行副総裁がそれぞれ記者会見を行ったほか、山一証券社長、3行頭取も記者会見を行って事情を説明した。一方、宇佐美本行総裁は、この日名古屋へ出張中であつたので、現地で記者会見を行った。これらの記者会見で、本行は「市場混乱防止という面で好意的に協力する」、「信用不安を生じるようなことがあれば日銀はあらゆる手段をとる用意がある」ことを表明

(8)
した。

このような事態のなかで当日の株価は上昇したものの、翌22日以降後述の山一証券に対する本行特別融通措置が発表された5月28日まで株価は下げ続けた（表3-7）。また山一証券には運用預り有価証券の払戻しや投資信託の解約依頼が急増し、その額は1日、20億～40億円に達した。そのころ同社は運用預り有価証券を駆り集め、これによってかろうじて資金繰りをつけていたから、投資信託のみならず運用預り有価証券の解約急増は同社の資金繰りを著しく困難にした。

表 3-7 「山一証券問題」表面化後の株価および
山一証券株式会社の店頭状況

月・日	東証・第1部		山一証券店頭状況		
	株価指数	出来高	運用預り 有価証券 売却・引出	投資信託 売却	計
昭和40年 5.20(木)	1,141.23	百万株 48	百万円	百万円	百万円
21(金)	1,142.69	52	288	464	752
22(土)	1,141.13	34	1,907	1,339	3,246
24(月)	1,133.63	42	1,932	1,973	3,905
25(火)	1,124.83	47	1,149	1,462	2,611
26(水)	1,117.66	63	918	978	1,896
27(木)	1,101.00	47	1,267	1,340	2,607
28(金)	1,081.51	69	1,327	2,028	3,355
29(土)	1,109.14	46	1,066	954	2,020
31(月)	1,096.60	34	850	1,142	1,992
6. 1(火)	1,092.85	42	702	848	1,550
2(水)	1,119.26	55	460	772	1,232
3(木)	1,131.32	103	318	750	1,068
4(金)	1,120.53	49	327	649	976

(注) 1. 5月21日にいわゆる「山一証券問題」が表面化した。

2. 5月20日の山一証券店頭状況は不明。

(出所) 株価指数（旧東証株価平均指数）、出来高は『日本経済新聞』、山一証券店頭状況は日本銀行保有資料。

こうして苦境に陥った山一証券の資金繰り問題について、本行は基本的には主力3行が責任を持つべきものとしたが、ただ市中銀行が同社への融資によって資金不足に陥った場合には、本行が通常の貸出方式で、その資金尻をみるのはやむをえないと考えた。しかし3行側は、山一証券への融資によって、これ以上大き

なりリスクを負うことはできないとして、日本銀行→日本証券金融→山一証券のルートで金融をつけてほしいという態度を表明した。こうして本行と3行側の意見は対立し、なかなか結論が得られなかった。⁽⁹⁾

一方、以上のような山一証券の資金事情が明らかになれば、その影響は深刻なものがあると考えられた。とくに運用預り有価証券の解約について一般の不安感が高まると、それはひとり山一証券の問題にとどまらず、業界全体にわたって取付けが発生するおそれがあった。そして事実5月末に向かって運用預り有価証券の解約請求は山一証券のみならず、他社へも波及する兆しをみせていた。しかも当時は、後述のように、すでに山陽特殊製鋼株式会社等、いわゆる大型倒産の発生によって信用不安が高まっていたおりであったから、このような事態を放置しておく、やがて深刻な全般的信用不安を招きかねない状況にあった。さらに以上のような日本経済の状況は、海外でもかなり注目されていたから、事態がいつそう悪化することになれば、日本経済の対外信用にも影響し、海外短資の取付けといった事態の発生も懸念された。

特別融通の実施

以上のように山一証券問題は深刻な事態に発展するおそれがあったので、5月28日夕刻から本行・大蔵省・主力3行が協議に入った。その結果、本行は前記主力3行を通じて山一証券に特別融通を行うことを決定し、同夜11時半、宇佐美本行総裁および田中大蔵大臣から特別発表を行った。⁽¹⁰⁾ 本行の発表文は以下のとおりである。⁽¹¹⁾

政府及び日本銀行は、現段階において証券界の必要とする資金については、関係主要銀行を通じて日本銀行が特別融資を行うことを決定した。差当り山一証券については主要銀行3行がこの融資を行うことを決定した。特別融資の措置を含めて、証券金融については抜本的対策を早急に講ずることとする。

以上の発表に続く、記者団との質疑応答のなかで、宇佐美総裁は、①この措置が「日本銀行法」第25条の規定に基づき、信用制度の保持育成のために行われるものであること、②特別融通は無担保・無制限であること等を明らかにした。⁽¹²⁾ 後⁽¹³⁾

述のように、この融資には形式上、担保が付されていたし、また金額についても内部的には一応のめどを持っていたが、この宇佐美総裁の「無担保・無制限」という説明は、この融資の実質的内容を述べたものであった。翌日の新聞各紙朝刊は、このニュースを大きく報道し、その日の株価は反発を示した（株価指数、前日比27.63ポイント上昇）。

5月29日、本行は臨時政策委員会を開いて前日協議した措置を正式に付議した。またこの措置は前述のように、「日本銀行法」第25条に基づいて行われるものであり、したがって大蔵大臣の認可を要件としていたので、直ちにその手続がとられた。こうして決定された措置の内容は次のようなものであった。⁽¹⁴⁾

本行は富士銀行、三菱銀行および日本興業銀行が山一証券に対し融通するための所要資金を、次の要領により上記3行に貸し出す。

イ、貸出金額……240億円（各行80億円）の範囲内

ロ、貸出方式……手形貸付（特殊貸付）

ハ、担保……貸付金額の2割相当額以上の担保価額を有する債券（本行手形貸付担保適格）を差し入れさせるほか、この貸付に関し山一証券が融資銀行あて振り出した手形を徴求する。

ニ、貸付期間……本行が適当と認める期間

ホ、金利……本行基準貸付利子歩合

ヘ、なおこの貸出については貸出限度額適用制度を適用しない。

以上の貸出方式のなかで最大の問題点は、担保の主体が山一証券振出手形であったことであった。この手形は担保価値の乏しいものであることは明らかであり、したがってこの融資は形式上、担保が付されているとはいえ、実質的には無担保に近いものであった。ここに本行がこの措置を決定するにあたり、これを通常の貸出供与という方式を避けて「日本銀行法」第25条による特別融通とした理由があった。なお本行は第1回の融資を実行した6月7日、融資銀行3行に対し、3行の山一証券に対する貸付利子歩合は本行の3行に対する貸付利子歩合と同一にすること、山一証券振出手形には本行の指定する傍系会社をして手形上の保証を行わせること、山一証券および本行の指定する傍系会社が現に所有し、ま

た将来所有するすべての資産のうち、担保として徴求し得るものを調査し、本件融資の担保として徴求・管理することを指示した。⁽¹⁵⁾ また本行は山一証券に対して5月29日付で、山一証券および傍系会社の資産負債の処理については通常の営業活動に伴うものを除き、本行の承認を受けること、経営上の責任を明らかにする趣旨から昭和39年11月の社長更迭前3か年間に於いて代表取締役であった者についてその私財を提供させるよう取り計らうこと、などを指示した。⁽¹⁶⁾

この融資については、6月7日の第1回分（45億円）に続き、6月中にさらに5回の融資が実行され、6回分の合計は234億円に達した。この間、山一証券の運用預り有価証券等の解約請求は、一時に比べればかなり落ち着きを取り戻したものの、当時なお持続しており、早急に終息するとは期待しえない状況であったので、7月上旬、本行はやむなく、さきに決定した貸出限度240億円を390億円に増額した。しかし7月に入ると、そうした解約の動きはしだいに鎮静化し、7月中における本行融資の実行は2回、金額48億円にとどまり、8月以降追加が行われることはなかった。したがって山一証券に対する本行特別融通は総額282億円となった。この間（昭和40年5月21日～7月31日）における同社の運用預り有価証券等の解約状況は358億円に達していたから、本行特別融通は、その8割弱をカバーしたことになる。⁽¹⁷⁾

ところで山一証券問題が表面化すると間もなく、大井証券株式会社（以下株式会社は省略）についても運用預り有価証券等の解約が増加し、同社の資金繰りは急速に悪化した。同社は、かねて証券不況のなかで経営状態が悪化し、首脳陣の更迭、経営の合理化、関係銀行による金利減免等の措置がとられていたが、以上のように運用預り有価証券等の解約が急増すると、担保不足から取引先銀行等からの資金調達は著しく困難になった。こうした状況から6月5日、同社の主力銀行である三井信託銀行および日本興業銀行から本行に対し特別融通の実施を依頼してきた。これに対し本行も事情やむをえないものと認め、7月6日、山一証券の場合と同様の要領で、限度80億円の範囲内で特別融通を実施することを決定した。結局、この大井証券に対する本行特別融通は、7月7日を第1回（10億円）として8月末まで計5回行われ、その額は53億円となった。⁽¹⁸⁾

なお、山一証券問題の表面化を契機に生じた一般的な運用預り有価証券の取付けは、特別融通の実施により一応落着きを取り戻したが、株価の回復は当分困難との見方が強まったため、投資信託の解約は6月に入ってからかえって増加し、当分高水準の解約が続くものと予想された。こうした状況に対処し、本行は昭和40年6月18日、株式投資信託保有公社債の資金化のため、証券会社が株式投資信託から公社債を時価で買い入れ、これを転売するまでの間の所要資金を本行が日本証券金融経由で供給することを決定した。この措置は「日証金債券担保金融第2別口」と呼ばれ、融資限度は600億円（当時の株式投資信託保有公社債の総額）以内で、日本証券金融が自己調達できない額とされたが、その後7月に日本証券保有組合による投資信託保有株式の第3次肩代わりが行われたことや一般的な金融緩和に伴い債券の実勢価格が上昇し、売却が容易になったことなどから、本制度の利用は比較的少額にとどまり、日本証券金融の貸付残高のピークは8月19日の136億円、また本行貸出のピークは8月下旬の22億円弱であった。⁽¹⁹⁾

本行による特別融通の実施は、既述のように大正期から昭和初期にかけては少なからぬ事例があったが、戦後「日本銀行法」第25条の発動という形で救済融資が行われたのは初めての事例であり、融資先が実質的に証券会社であったことも特異な例であった。それだけ、この措置は異例なものであったといえよう。本来証券投資にリスクはつきものであり、その点で証券会社の経営破綻は銀行の場合と比較して、その性格・影響がかなり異なるはずである。しかし昭和30年代に急増した有価証券の運用預りや投資信託は、広く国民大衆を相手とした取引で、その点では事実上銀行預金と類似した面があった。したがって山一証券や大井証券の経営破綻が明らかになれば、それは単に一部の投資家に対する影響にとどまらず、広く信用秩序の混乱を招く危険を内包していたし、そこに本行が極めて異例な措置を講じなければならなかった背景があった。

今次の特別融通はあくまでも信用秩序維持のため実施したものであり、山一証券自体を救済するためではなかった。もっともこの特別融通が、公定歩合による低利融資によって事実上コール・マネーなどの高利資金の肩代わりを行ったのに等しく、この意味では山一証券に対する救済融資の面があったことも否定できな

い。またその後において本行が同社の再建を推進する立場に立たされたことも事実である。しかし本行が実際にとった措置は、当時の事態のなかではやむをえない選択であったといわざるをえない。

特別融通をめぐる論評

以上のような本行の特別融通措置についての新聞論調には、そのニュアンスに相違がみられた。

まずこの措置について明確な支持を表明したのは、昭和40年5月30日付『日本経済新聞』社説であった。この社説はその冒頭において、次のように述べている。

証券向けの特別融資措置を、日銀が決定した。その一部は、すでに二十九日から実施段階に移っている。特別融資措置の目的は、いうまでもなく、さきの山一証券の再建策公表以来急速にひろがってきた証券市場の不安人気を、早急に解消しようとするものである。証券市場の容易ならぬ情勢からすれば、いささか遅ればせのきらいはなくてもないが、深刻な事態への発展を回避するための応急策として歓迎すべきことである。

これに対し、比較的厳しい調子の社説を掲げたのは、同日付の『朝日新聞』であった。この社説は次のように述べている。

この異常措置は、山一だけでなく、運用預りを認められている証券十九社すべてに対しても、必要に応じ実施されることが明らかにされている。いかに大衆投資家保護という大義名分があるにしても、産業界では数多くの中堅企業、中小企業の倒産が続いているとき、証券界だけにこのような手厚い救済策が講じられることに対しては、強い批判が行われてもやむをえない。

しかしこれは、特別融通措置についての、いわば原則的な考え方を述べたものであって、この社説が続いて「ことここに至っては、異常な救済措置もやむをえないと思う」と述べているように、特別措置の実施そのものに反対というわけではなかった。他方、前掲『日本経済新聞』社説が、この措置を積極的に支持したといっても、それはあくまで「深刻な事態への発展を回避するための応急策として」であった。こうしてみると、各紙の論説にニュアンスの差があったとし

ても、結論とすれば、この措置をやむをえないとするのは、ほぼ一致した見方であったといつてよからう。

さらにこの問題は国会でもとりあげられた。まず昭和40年7月21日の衆議院大蔵委員会は、宇佐美本行総裁を参考人として招いて一般金融問題のほか、証券対策、とくに特別融通問題について質問した。その際の特別融通に関する質問の内容は、①特別融通実施に踏み切った理由、②再建不能の場合の責任、損失負担の問題、③担保の有無、④無担保・無利息・無制限のような融資⁽²⁰⁾というのは、資本主義の秩序を乱すものではないか、⑤中小企業救済のためにも特別融通は考えられないか、といったものであった。以上のような質問に対する答弁のなかで宇佐美総裁は、世間でよく山一証券自体の救済融資という誤解があるが、当時の状況を放置しておいては、同社をきっかけとして証券界全体の問題に波及するおそれがあったため、同社を壁にしてそれだけで火を食い止めることによって、全体の信用秩序を守らなければならないと判断して、特別融通に踏み切ったものであり、この点真意を了解してほしい旨強調した。また同総裁はこの融資を決してルーズな形で行っているものではなく、融通資金の用途を厳重にトレースしていること、必要に応じて経営者の責任を追及していく考えのあることなどを明らかに⁽²¹⁾した。

さらに以上のような質疑応答のなかで、前記②の損失が生じた場合の負担問題を質問したのは、春日一幸議員であった。この質問に対し、宇佐美総裁は、その点については本行と大蔵省との間で一応話し合いをしているが、その内容は政府の了解をえなければ公表することはできないと答えた。そのため春日議員は政府に対し、「山一証券等に対する日本銀行の特別融資等に関する質問主意書」を提出した。これに対し、政府は次のような答弁書を作成し、8月3日、これを衆議院に提出した。⁽²²⁾

1. 山一証券等に対する日本銀行の特別融資は、山一証券等の再建を前提として実施されているものであるが、万一貸倒損失が生じたような場合の損失は、今回の措置が、証券市場の混乱を未然に防止することによつて、信用制度全体の秩序を保持するという日本銀行の任務の一つとして、同行が行なっているものである点にかんが

み、直接的には日本銀行の負担とすることが適当である。

また、日本銀行条例時代に実施された日本銀行の特別融資については、特別の法律が制定され、かつ、その融資について生じた損失は、政府が補償すべき旨の規定が設けられていた事例が見受けられるのであるが、これは、当時の日本銀行が全額民間出資の株式会社組織であつたことや、現行日本銀行法第25条のような規定が設けられていなかったこと等の理由によるものであつて、より一層公共性を帯びている現行法のもとでは、事情が異なるものである。

2. 今回の特別融資にかかる損失は、前記1.のとおり、直接的には日本銀行が負担するものであつて、政府の財政負担となるものではないから、この特別融資に対する大蔵大臣の認可は、⁽²³⁾ 財政法第15条の規定に抵触するものではなく、また同法の精神に違反するものでもない。

〔3.4.5. は省略〕

なお本行は、山一証券等に対する特別融通措置を決定した当初から、本行と山一証券等との中間に立つ銀行にリスクを負わせない方針であったが、上記の政府答弁書国会提出の前日である8月2日に改めてこの旨正式に決定した。⁽²⁴⁾ また、この証券特別融通問題はその後もしばしば国会で論議の対象となった。

その後の経過

昭和40年後半になると山一証券や大井証券の状況も落ち着いたので、次はこれらの会社をどのように再建するかが問題となった。まず山一証券の場合は、主力3行が昭和40年末から再建案の作成を開始した。これより早く後述のとおり「証券取引法」の改正が行われ、証券業は40年10月1日から免許制に移行していたから、これら特別融通会社をどのように扱うかは一つの問題点であったが、再建案の作成作業は、そうした点を考慮に入れながら、本行や大蔵省とも協議を重ねつつ進められた。その結果、昭和41年6月初め、ようやく再建計画が出来上がり、9月1日から実施された。大井証券についても、同年7月、同様な考え方で再建計画が作成され、9月20日から実施された。⁽²⁵⁾

再建計画の骨子は、①まず「証券取引法」の免許基準に合致する新会社を設立し、これに現山一証券・大井証券の商号および営業を譲渡（これに伴い、現会社

の特別融通および主力銀行借入金を除く負債ならびにこれに見合う資産・店舗・従業員を引き継ぐ)する、②新会社は現会社からの営業譲受けに際し定額の営業権代(山一証券40億円、大井証券10億円)を現会社に対し支払い、その後向こう5年間、新会社の手数料収入が一定基準を上回るときは、その超過額の一定割合を追加して支払う、③現会社は営業譲渡後、特別融通の計画的返済に当たるほか、不動産の賃貸、その他サービス業務を行う、また、④特別融通の返済については、毎月定額(山一証券分2億1400万円、大井証券分4000万円)を元利返済に充てる(定期返済)ほか、前述の追加払いに相当する額を元本返済に充て、さらに不動産の流動化資金等により元本の返済に努める(臨時返済)というものであった。⁽²⁶⁾ こうして昭和41年9月1日、新しい山一証券株式会社(資本金90億円)、同月20日に新しい大井証券株式会社(資本金30億円、昭和43年1月1日和光証券株式会社と改称)が発足した⁽²⁷⁾(現会社は商号を改め、それぞれ株式会社山一、株式会社大井となった)。

山一証券の再建計画が発表されたのは、昭和41年6月11日であったが、この発表に際し、宇佐美本行総裁は以下のような談話を発表した。⁽²⁸⁾

山一証券の再建計画が融資銀行、株主その他各方面の協力のもとに本日公表される運びとなつたについては、まずもつてここに至るまでの関係各位の御努力に対し、敬意を表したい。

再建計画に基づき発足する山一証券に対しては、融資銀行その他が積極的に支援育成を図る態度を表明していることでもあり、今後の新会社における健全な業務運営を通してこの再建計画が円滑に達成され、かつ証券界全体が今後健全な発展を見るようこの機会に特に切望する次第である。

山一証券・大井証券とも特別融通実施後約1年間は回収が行われなかったが、前述の再建計画による新旧会社分離直前に、両証券会社側から申し出があり、第1回の回収(山一証券41年8月に7.5億円、大井証券同年9月に1億円)が実行された。以後特別融通は再建計画に従って、翌42年夏ごろまでは順調に回収された。ところが同年秋以降、株式市況の低迷から新会社の業績が不振に陥り、本行も臨時返済分の一時回収猶予を認めざるをえない事態が生じた。しかし昭和43年

春以降は株式市況が急上昇し、山一・大井両証券会社の収支も著しく好転したので、回収猶予額を漸減させていった。また同年秋には、日本証券保有組合の利益配分が行われ、各証券会社はその配分利益の半額を資本市場振興財団へきょ出すことになったが、その際業界申合せにより株式会社山一・株式会社大井両社については特例としてきょ出を配分利益の4分の1にとどめ、残りは全額特別融通の返済に充てられた。⁽²⁹⁾ そのほか各種資産の処分が行われたこともあって、その後特別融通は順調に回収された（表3-8）。

表3-8 本行特別融通回収状況

（単位：億円）

昭和 年中	山一証券分（融資額 282）				大井証券分（融資額 53）			
	回収額	定額分	臨時分	年末残高	回収額	定額分	臨時分	年末残高
41	14.4	2.4	12.0	267.6	1.7	0.6	1.1	51.3
42	27.9	10.0	17.9	239.7	2.2	1.5	0.7	49.1
43	112.2	11.9	100.3	127.4	25.7	2.0	23.7	23.4
44	127.4	18.0	109.4	0	23.4	2.1	21.3	0
計	282.0	42.4	239.6		53.0	6.1	46.9	

（注） 徴収利息累計は、山一証券分62.1億円、大井証券分11.5億円。

（出所） 日本銀行保有資料。

こうして昭和44年5月末で、両証券会社に対する特別融通残高は95億円（山一証券分87億円、大井証券分8億円）まで減少した。またこの間両証券会社の資産状態も著しく好転した。こうした状況から、担保面からみて本行特別融通を市中一般金融へ移行させることが可能とみられるようになった。そこで両証券会社および各主力銀行は以上のような状況を展望しながら、昭和44年3月仮決算の段階で市中肩代わりによる特別融通最終処理方針案をまとめた。その後この処理方針案については、本行との話し合いも比較的順調に進み、7月には本行が正式にそれを承認し、大蔵省もまたこれを了承したので、山一証券、和光証券の両社はこれを7月14日対外発表し、7月末まず株式会社大井について、次いで9月末に株式会社山一について特別融通の市中肩代わりが実行された。⁽³⁰⁾⁽³¹⁾

こうして総額335億円の特別融通は、実施後、約4年で解消した。当初これら特別融通の回収には10年以上を要するとも、あるいは18年以上を要するともいわ

れていた。それが、わずか4年で解消したのは、基本的には昭和40年秋以降、日本経済が再び高度成長の波に乗り、そのなかで証券市場にも好況が訪れたという、いわば環境の好転に恵まれたことによるところが大きかった。

昭和30年代後半から昭和40年代にかけては、高度成長のひずみということがしばしばいわれた。その内容は多方面にわたっていたが、昭和36年半ば以降の長い証券不況、なかでも昭和40年に表面化した有力証券会社の経営破綻は、その典型的なものの一つであったといってもよからう。そしてこの経験を契機として、「証券取引法」⁽³⁴⁾の改正（昭和40年10月1日施行）が行われ、これによって証券業は免許制度に移行した。また証券会社の業容拡大を金融面から支え、証券不況のなかでその問題点を露呈することになった、有価証券運用預り制度も昭和43年3月末をもって廃止された。さらに投資信託と本業の実質的な分離も進められた。昭和30年代に急増した証券会社の店舗数や人員が、昭和38年以降漸減傾向を示すようになったことに端的に表われているように、証券会社の経営の合理化、体質の改善が進められた。それにしても、高度成長ムードに乗じた拡張路線の結果として、証券界が証券不況のなかで支払った代償は極めて大きかったといえよう。

また本行は既述のように証券不況対策として、日本共同証券、日本証券保有組合、関係市中銀行、証券会社などに対しもろもろの方式で本行信用を供与したが、それぞれの措置のピーク時における信用供与額を合計すると（山一、大井両証券会社に対する特別融通を含む）、実に5000億円弱の巨額に達した。これを昭和2年の金融恐慌時における特別融通額と対比すると、両時点間の物価上昇率でデフレートした実質価値では前回は若干下回るものの、ほぼそれに匹敵する規模のものであったといえる。もっとも、この間わが国経済・金融の規模は著しく拡大しているから、そうしたなかに占める特別融通額のウエートという点からみれば、大ざっぱに言って今回は前回の4分の1程度ということになるだろうが、それにしても証券不況は本行の金融政策運営に対し大きな負担をもたらすとともに、本行にとっても貴重な経験となったといえよう。

（1）大蔵省証券局年報編集委員会編『第4回大蔵省証券局年報』昭和41年版、金融財政事情研究会、昭和41年、184ページ。

第5章 高度成長下の金融政策

- (2) 日本銀行保有資料。
- (3) 同上資料。
- (4) 同上資料。
- (5) 同上資料。
- (6) 加治木俊道（語る人）「四〇年証券恐慌」（前掲『戦後産業史への証言』4、所収）152～153ページを参照。
- (7) 東京証券業協会証券外史刊行委員会編『証券外史』同協会、昭和46年、334～335ページも参照。
- (8) 昭和40年5月21日付『日本経済新聞』（夕刊）。
- (9) 日本銀行保有資料。
- (10) 日本銀行保有資料。なおこの日の出席者は次のとおりであった（前掲「四〇年証券恐慌」155ページ）。
 - 日本銀行……副総裁
 - 大蔵省……大臣、次官、銀行局長、証券局長等
 - 市中銀行……富士・三菱・日本興業各銀行頭取
- (11) 日本銀行保有資料。
- (12) 「日本銀行法」第25条は次のとおり。
 - 日本銀行ハ主務大臣ノ認可ヲ受ケ信用制度ノ保持育成ノ為必要ナル業務ヲ行フコトヲ得
- (13) 日本銀行保有資料。
- (14) 同上資料。
- (15) 日本銀行保有資料。
- (16) 同上資料。
- (17) 同上資料。
- (18) 同上資料。
- (19) 同上資料。
- (20) この特別融通は前述のように実質的に無担保・無制限ともいいうるものであったが、無利息ではなかった。
- (21) 『第四十八回国会衆議院大蔵委員会議録』第45号、昭和40年7月21日、16～22ページを参照。
- (22) 日本銀行保有資料。
- (23) 「財政法」第15条（国庫債務負担行為）は次のとおり（第3項と第5項は省略）。
 - ① 法律に基くもの又は歳出予算の金額（第四十三条の三に規定する承認があつた金額を含む。）若しくは継続費の総額の範囲内におけるものの外、国が債務を負担する行為をなすには、予め予算を以て、国会の議決を経なければならない。

3. 証券不況とその対策

② 前項に規定するものの外、災害復旧その他緊急の必要がある場合においては、国は毎会計年度、国会の議決を経た金額の範囲内において、債務を負担する行為をなすことができる。

④ 第二項の規定により国が債務を負担した行為については、次の常会において国会に報告しなければならない。

- (24) 日本銀行保有資料。
- (25) 日本銀行保有資料。
- (26) 大蔵省証券局年報編集委員会編『第5回大蔵省証券局年報』昭和42年版、金融財政事情研究会、昭和42年、19～21ページ。なお、再建計画には昭和40年6月以降支払猶予中の取引先市中銀行（山一証券は18行、大井証券は8行）からの借入金金利の支払いの3年間据置きも含まれていた（上掲日本銀行保有資料）。
- (27) 上掲『第5回大蔵省証券局年報』19～21ページ。
- (28) 同上、20ページ。
- (29) 日本銀行保有資料。
- (30) 昭和44年7月15日付『日本経済新聞』。
- (31) 日本銀行保有資料。
- (32) 佐々木直（語る人）「激動期の日銀」（前掲『戦後産業史への証言』4、所収）231ページ。
- (33) 昭和44年7月15日付『日本経済新聞』。
- (34) 昭和40年5月28日公布、法律第90号「証券取引法（昭和二十三年法律第二十五号）の一部を改正する法律」。