

# 高度成長前半期における証券市場\*

——大衆化の促進とオープン型投信制度の改革——

白 鳥 圭 志

## 要旨

本稿では、高度成長前半期における証券市場について、大衆投資家の市場への誘導を目的とする投資信託制度の改革と市場の不安定性の激化との関係を論じた。結論は、次の点である。

大蔵省は、有価証券の消化基盤として、大衆投資家に着目した。彼らを市場へと誘導するために、1957年以降、よりハイリスク、ハイリターンなオープン型投信を導入した。貯蓄的観念が強いものの、売却益や配当収入も重視する大衆投資家はこれを歓迎した。しかし、1960年代前半の株価の下落過程で、大衆投資家は損失を嫌って投信売却に踏み切った。その際、オープン型が市場崩落に与えた影響は、ユニット型に匹敵していた。

## 1 はじめに

本稿は、1950年代後半から65年前後までの証券危機の時期における証券市場の特徴を検出し、当該期の証券市場の激しい変動における、オープン型を中心とする投資信託（以下、投信と略記）制度改革による大衆化の推進とその挫折の重要性を明確化することを課題とする。<sup>1)</sup> その際、投資信託を分析の中心に据え、副次的に株式や債券についても言及する。

金融制度の不安定性を惹起する要因として、投資家たちの行動の非合理性に着目した研究は、理論・実証ともに数多い。<sup>2)</sup> 本稿が分析対象とする1950年代後半から60年代前半における日本の金融制度の不安定性も、後述するとおり、未だ狭隘な有価証券の引受基盤を拡張すべく、比較的零細な大衆投資家を政策的に市場に誘導することで激化した。

ここで研究史を一瞥する。当該期における重化学工業部門を中心とする設備投資競争により、再びオーバー・ローン、オーバー・ボローイングが激化したことや、本状況の是正が当該期における金融政策上の重要課題となったこと（「金融正常化」）はよく知られている。<sup>3)</sup> 証券市場に関する当

\* 本稿は、2004～2006年度一橋大学大学院商学研究科21世紀 COE プログラムからの助成資金による研究成果の一部である。

1) なお、本稿の分析時期と対象からすれば、起債管理等で重要な役割を果たしたとされる日本興業銀行についての検討が不可欠である。しかし、同行の史料へのアクセスはかなわなかった。このほか、最近、伊藤正直編（2008）が刊行された。山一証券の分析も含めて、経営史的検討の必要性を感じているが、現時点ではそれはかなわない。今後の課題である。

2) 例えば、代表的研究として、理論面では Minsky（1986）（吉野ほか訳（1989））、実証面では Kindleberger（1978）（吉野ほか訳（2004））が挙げられる。

3) 大蔵省財政史室編（1991a）第3・5章，99-146，185-214頁。

局者も、この議論に重要な影響を受けていた。<sup>4)</sup> 当該期の証券市場については、熊野剛雄氏による現状分析的研究のほか、小林和子氏による1965年の証券恐慌を契機とする証券行政の転換や公社債流通の変化についての研究や、<sup>5)</sup> 中島将隆氏による国債管理政策、二上季代司氏による階層性を持つ証券会社経営の特質究明の観点からの研究が行われてきた。しかしながら、これらの研究では、本稿の中心的検討対象である50年代後半に実施されたオープン型を中心とする投信制度の改革や、このことが株式市場を中心とする証券市場に与えた影響の歴史的な変化についてはほとんど検討されなかった。

しかし、最近の杉浦勢之氏の研究により、このような先行研究の限界が、ある程度、突破され、重化学工業化の進展に伴う株式の大量発行による需給バランスの崩壊を要因として、ユニット型を中心とする投信の動向を背景に、金融債やコール市場も巻き込む形で市場が不振状態に陥ることが明確化された。<sup>6)</sup> このほか、1965年に倒産した山一証券に関する経営史的研究も進められた。<sup>7)</sup> このような市場動向に対して「金融正常化」論に基づく諸政策が与えた影響については、杉浦氏が62年9月以降の日本銀行の「新金融調節方式」導入と証券市場やコール市場などの状況悪化との関係について言及した程度である。<sup>8)</sup>

さらに、当該期における「金融正常化」の重要目的の1つは、大衆投資家の株式市場、公社債市場への誘導を通じた資本構成の是正にあった（後述）。1956年上期の時点で日本企業の自己資本比率は40%程度であった。この比率は英米の6割台に対して低位であり、その改善が求められていた。<sup>9)</sup> その実現の鍵を握ると考えられたのは、55年度時点で上場企業の総発行株式の61%を所有していた<sup>10)</sup>大衆投資家であった。彼らを証券市場に誘導する手段として考えられたのが、本稿の主要な分析対象であるオープン型投資信託制度の改革であった。それにもかかわらず、株式投信の受容と離反にかかわる大衆投資家の行動様式とも併せて、これら諸点の歴史的変化については不十分な検討のまま残された。<sup>11)</sup> この点も含めて、当該期における証券市場の変動の特質として、これまで過小評価されてきた、<sup>12)</sup> オープン型投信制度を巡る改革とその影響の重要性を明確化することが

4) 大蔵省財政史室編（1991b）581頁以下。なお、同書では、本稿の課題は未検討である。

5) 熊野（1966）；中島将隆（1977）；小林（1984）、（1987）、（1994）、（1995a）、（1995b）などの一連の諸研究；二上（1990）。

6) 証券市場の動向については、杉浦勢之氏が詳細な検討を行っている（杉浦（2000a）289-335頁；同（2002）123-189頁；東京証券取引所編（2002）第2章（杉浦氏執筆）。このほか運用預かり金融とその破綻についての現状分析として小竹（1967）がある。小竹論文は歴史的変化の把握に乏しいほか、運用預かりに分析の焦点が絞られており、本稿が問題とする投資信託制度の改革と大衆化の促進と挫折といった諸点の分析はない。

7) 橋本（1999a）、（1999b）。山一救済についての政治過程分析として、草野（1998）。

8) 杉浦（2002）143頁。なお、関連して、日本銀行側の見解として日本銀行（1986）74-165頁がある。本稿では同書が提示した史料などに依拠して議論する部分はあるものの、同書は本稿の検討課題は未検討である。

9) 以下、大衆投資家の所有比率も含めて、財団法人日本証券経済研究所編（1991）765頁。

10) 以下、個人投資家の比重は、大蔵省財政史室編（1978）608-609頁。ただし、投信＋「個人その他」で算出。なお、『証券投資信託会報』、『証券投資信託月報』の「統計」欄によると、本稿の分析期間においては、投信の消化先は個人が安定的に9割を超えていた。

11) 東京証券取引所（2002）第2章や志村監修（1980）209-265頁や注5の諸研究も同様である。なお、大衆投資家の意識分析については、管見の限り、概説書である小林（1987）187-198頁が1960年以降の個人投資家の株式離れや専門知識の不足について、小林（1995b）203-274頁が、本稿でも用いる意識調査史料により、大衆投資家たちが新規投資を始める場合、投信から開始することについて、それぞれ言及している。しかし、後述する金融商品に対して預貯金のように自由に出し入れできるなどの利便性を求めていたこと、預貯金金利の利子に売買益を擬制する配当を好んだことなど、大衆投資家が金融商品の利便性という面も含めて、預貯金の観念や志向性が強かったことは明確化されていない。なお、現状分析であるが、1960年代に個人株主の衰退が生じたことを指摘した奥村（1966）69-79頁も同様である。

12) この点は投資信託協会編（2002）62-73頁では、もっぱら投信を巡る市場動向と政策当局の動きを概観しているのみであり、本稿の課題は明確化されていない。

本稿の課題となる。

## 2 歴史的前提——消化基盤としての地方銀行・個人投資家への着目とその挫折

### 2.1 オーバー・ローンの緩和と社債の消化基盤問題——地方銀行と個人投資家への着目

1950年代の証券市場を巡る変化として、次の諸点が挙げられる。まず、55～57年に都市銀行・地方銀行の預貸率が7割台から8割台前半への低下し、オーバー・ローンが緩和した。<sup>13)</sup>次に、同時期には、株式発行計画の伸び（55年93,780百万円→57年228,639百万円）や社債発行の堅調な増加（同103,519百万円→103,776百万円）が見られた。<sup>14)</sup>

このような状況の中で、政府・日本銀行を中心に公社債市場再開への動きが顕在化した。既に1955年2月の新聞報道で「日本銀行をはじめとして金融界全般に」社債市場育成の必要性が認識されたことが報道され、同3月には東京証券業界会長名で「債券の流通市場、個人消化等に関連する諮問に対する意見」が出された。さらに、同年11月には大蔵省の起債懇談会の運用改定への意向が、12月には日本銀行による起債懇談会の解散表明が、それぞれ新聞紙上で報道された。<sup>15)</sup>これを受け、同12日に日本証券業協会連合会が「公社債に対する税制改正に関する要望」を、全国銀行協会連合会ほか8業界団体が「公社債に対する有価証券取引税の減免方に関する再要望」を発表した。以上、公社債市場再開にあたり問題になったのは起債市場の自由化と流通市場の育成であった。

本問題については、既に1956年4月の段階で、新木日本銀行総裁が、再開直後の社債売買市場における流動性の向上を理由に、短期証券市場の育成が政策課題であることを表明していた。<sup>16)</sup>さらに、同年6月には、利回りに一定の幅を設ける条件での社債発行自由化の容認という注目すべき発言を行った。このような一連の発言には、新木総裁の発言にもあるように、「金融の正常化に依じて」売りオペを公開市場操作に是正するとの目的があった。日本銀行は、この時期、市場資金を最大限活用し、公定歩合操作による金融調節を行うという「中央銀行本来の姿に戻る」ことを目的に「金融正常化」に取り組んでいた。<sup>17)</sup>このような考えに基づき、都市銀行を中心とする貸出緩和に依じて、これを基盤とした公開市場操作の実施を考えた。このほか、上記東京証券業界会長名文書では個人消化と流通市場育成のいずれに重点を置くべきかが問題であるとの意見が提示された。大蔵省も、55年7月18日付けの理財局経済課長名文書で個人消化の重要性を論じた。社債市場の自由化実現のために、個人投資家を市場に誘導する方策が問題にされた。

しかしながら、1957年以降、貸出増加に伴い、都市銀行の預貸率が56年の77.5%から80～90%台へと上昇した。この状況下で同年2月11日に山際正道日本銀行総裁は、オーバー・ローン是正と起債市場育成を重視した「金融正常化」への着手を表明し、<sup>18)</sup>都市銀行に日銀借入の計画的返済実施を求めた。さらに、一万田尚登蔵相もオーバー・ローン是正の必要性を表明した。その際、長期資金需要が都市銀行に偏在する中で日銀借入が増加・固定化していた。その是正策として、地方銀行の余裕金が着目された。この資金により企業は金融債・事業債を消化し、債券による調達資金で都市銀行へ借入金を返済する。これらを通じて、最終的に都市銀行の日銀借入の返済を含む「金融正常化」の実現が望ましいとされた。

13) 以下、特に断らない数値は、大蔵省財政史室編（1978）より算出。

14) 杉浦（2002）144-149頁。

15) 以下、財団法人日本証券経済研究所編（1991）192-196・237-238頁。

16) 以下の引用も含めて、財団法人日本証券経済研究所編（1991）201-202頁。

17) 日本銀行（1986）529頁。

18) 以下、山際、一万田の発言は、財団法人日本証券経済研究所編（1991）215-217・220頁。

以上、社債市場の自由化実現のための消化基盤として、個人投資家と地方銀行が着目された。これを踏まえて、次に、どのような具体策が採られたのかを検討する。

## 2.2 地方銀行と個人投資家の市場誘導策

ここでは株式投信における消化基盤としての個人への着目の歴史的な前提として、地方銀行・個人投資家の市場誘導策の内容とその挫折過程を検討する。

社債消化先として着目される中で、地方銀行が、早くも1955年2月時点で、社債を消化した場合の資金固定化回避のために、基本的にコール資金に依存しつつも、不足時には日銀資金に依存するとの対応案を提出したことが報道された。<sup>19)</sup> さらに、58年7月になると、<sup>20)</sup> 社債関係者の出資によりプール機関を設置し、地方銀行が換金したい場合には同機関に買戻し条件付で売却可能にすることや、同機関の運営のために日本銀行が特別低利融資（日歩2銭）を行うとの育成策の日本銀行政策委員会への提出が報道された。しかしながら、大蔵省側はあるだけの余裕資金が社債投資に振り向けられた場合に「身動きできなくなること」や、「数百億円」にも上る多額の日銀信用に依存することを理由に難色を示したことが報じられた。このような動向については、大蔵省理財局経済課長羽柴忠雄も、一方では、社債は換金が困難であり、担保面でも掛目による制約を理由とするその消化の阻害を論じた。しかし、他方で、地方銀行側にも余裕資金での社債消化への動きがあることを論じており、<sup>21)</sup> 報道された問題点や地方銀行側の動きを指摘した。ここから、上述の新聞報道は事実であったと判断される。「金融正常化」の一環としての起債市場の自由化が、「正常化」に反する日銀信用への依存拡大や地方銀行資金の固定化を生み出すおそれがあることが問題となり、地方銀行の消化基盤化構想は壁にぶち当たった。この結果、周知のように、地方銀行の余裕資金は、50年代後半から63年までの期間における、コール・ローン総額の年間平均シェアの17~20%台前半での推移に見られるように、<sup>22)</sup> 年間を通じて季節変動に左右されずに安定的にコール市場で運用され、同市場における資金供給の主要な柱になった。周知のように、これが後述する証券会社への重要な資金供給源の1つとなった。

同様に取り上げられたのが、個人投資家による社債消化の拡大である。まず、上記の羽柴執筆史料では、銀行など金融機関の資金固定化回避のために、流通市場形成の必要性が論じられた。その担い手として、個人投資家が着目された。羽柴は彼らを市場に誘導するために、①利子課税の免除、②コール・レート引下げを通じた社債金利との利鞘形成の必要性を指摘した。これらの提案は、有価証券取引税の減免、数次にわたる利下げという形で実行に移された。<sup>23)</sup> さらに同様の主張は、1958年10月に公社債引受協会会長吉野岳三名で出された文書でも明確に打ち出されており、①個人消化に適する社債の起債額増大、②個人消化債の価格適正化、③社債利子に対する免税などが対策として求められた。

しかしながら、コール・レートの引下げについては、都市銀行・信託銀行を中心とするコール資金需要の増大と、翌日物で1955年中平均の1%から58年中平均の2.53%への利率高騰<sup>24)</sup>を背景に

19) 『産業経済新聞』1955年2月18日、財団法人日本証券経済研究所編（1991）237頁。

20) 『産業経済新聞』1958年7月17日、財団法人日本証券経済研究所編（1991）220頁。

21) 「社債の個人消化について」『財政経済弘報』第517号、1955年7月18日（財団法人日本証券経済研究所編（1991）241頁）。

22) 短資協会編（1966）付録統計より作成。なお、1956~64年の各年についての1年12ヶ月の変動係数を見ると、1962年の0.31を除き0.20~0.26の間で安定的に推移しており、地方銀行に特有の金融の季節性や地域性に基づく資金運用はこの時期に消滅し、恒常的に発生した遊金をコール市場など域外での運用に変化したと判断される。

23) 『日本経済新聞』1955年12月20日、大蔵省理財局経済課「社債流通市場再開のための有価証券取引税の軽減措置について」1956年1月27日（以上、財団法人日本証券経済研究所編（1991）246-248頁）。

実現せず、地方銀行の余裕資金のほとんどは、上述のように流動性の高いコール市場で運用された。この結果、社債引受の基盤形成に不可欠と考えられたコール資金の潤沢化が、<sup>25)</sup> 地方銀行の資金ポジションの緩和により、一定程度、実現したにもかかわらず、それはコール・レートの引下げによる社債金利との利鞘の形成を通じた社債の流通性向上に資することはなかった。特に、川北禎一作成の証券取引審議会への提出資料によれば、<sup>26)</sup> 起債条件については、政策的要請から発行者コストが重視されたため、実勢利回りを下回る傾向があり、なおかつコール・レートが異常高を示す中で、「これを大幅に下回る状態であ」という。このことは、コール市場の問題も含めて、証券取引審議会も指摘していた。<sup>27)</sup> 重化学工業化を促進する政策的要請と、同産業部門への資金供給のために、都市銀行の資金繰り確保を図る必要性が社債消化を困難にした。

### 2.3 大衆誘導策の挫折の要因

関連して、次に検討するのは、大衆投資家の市場誘導の挫折の背景である。1956年10月に実施された調査によれば、<sup>28)</sup> 上場株式所有世帯の88.8%、投信所有世帯の63.6%が公社債を持っていないと回答していた。次に、その要因である。公社債の存在を知らないとの回答は、25歳以上の人の中で45.1%にも上っていた。特に公社債に対する認識は生活水準が下位になるほど低くなり、「中」で46.4%、「中の下」で50.7%、「下」に至っては62.3%にも達する。「中」は調査対象の47.8%、「中の下」は22.9%、「下」は7.6%を占めており、この3者で78.3%にも達していた。本調査は経済発展度の高い関東地域での調査であり、全国レベルではこの状況がさらに悪化することは十分想定できる。なお、その理由は、史料からは詳らかではない。ただし、配当本位か、値上り本位かとの質問に対して、投資家の70.0%、非投資家の31.4%が配当本位と回答しており、株式を全然持ったことがないと回答した世帯でも86.1%にも達していた。このことを踏まえたとき、証券市場はアクセスが容易ではないことに加えて、株式配当率に比較して社債利回りは魅力に乏しい。以上が公社債に対する認識低位、ひいては大衆誘導の失敗に結びついた要因と判断される。

この結果、興銀中心の主要9行による起債統制に帰結した。<sup>29)</sup> しかし、挫折はしたものの、有価証券の有力な消化基盤として、地方銀行のほか、個人投資家が着目されたのである。

## 3 株式市場における「金融正常化」——オープン型投資信託を中心とする制度改革

### 3.1 オープン型投資信託の導入

「金融正常化」の必要性は、株式による調達面にも重要な影響を与えた。このことは業界側も同様であった。このことは、例えば、1955年4月28日に日本証券業協会連合会が出した「証券投資信託に対する税制改正に関する要望」<sup>30)</sup>における、企業の資本構成を是正する必要性についての主張からも確認される。この状況の中で注目されたのが、社債消化と同様に、投信制度の改善を通じた大衆資金の導入による株式の消化であった。現に、日本証券業協会の上掲文書でも投信の役割の重要性増加が論じられた。このような業界側の要望が出される直前の55年2月に、大蔵省がオープン

24) 短資協会編 (1966) 349-350頁より算出。

25) 羽柴「社債の個人消化について」243頁。

26) 「起債市場の現状と今後の考え方 (メモ)」1959年8月6日、財団法人日本証券経済研究所編 (1993) 322頁。

27) 「社債市場育成のための当面の問題について」1959年11月17日、財団法人日本証券経済研究所編 (1993) 329頁。

28) 東京証券業協会「関東地方における証券に関する調査」1956年10月、財団法人日本証券経済研究所編 (1991) 465-533頁。

29) 志村監修 (1980) 209-265頁。

30) 財団法人日本証券経済研究所編 (1991) 350頁。

型投信を育成する方向での証券投資信託法の改正が報道された。<sup>31)</sup> 実際、大蔵省理財局証券課長岸本好男もこの方向での法改正の実施を論じており、<sup>32)</sup> 大蔵省も、業界同様、投信をオープン型重視にすることで大衆資金を誘導し、企業の資本構成是正を図る考えであったと判断される。

それでは、ユニット型中心の現行制度の問題とは何か。岸本課長は、①契約期間が3年間という比較的短期であること、②多数のユニットへの分割による事務の煩雑性、③追加投資が認められていないため、中途の一部解約による元本減少が起こっても、これを追加により増加させられないこと、④受益証券の募集・売出的際の残額が委託会社の危険負担となること、⑤委託会社と証券会社の兼業による各種弊害を論じた。岸本によれば、オープン型の導入はこれらの諸問題を改善すると期待されていた。特に、追加投資が可能になることは、②の事務的煩雑性を解消し、③の中途解約の弊害も是正され、投信購入者からすれば、投資資金の追加・解約が容易になる。また、ユニット型も残存するから、オープン型の導入により投資家の選択肢も拡大する。このような利便性向上を通じて、大衆を株式市場に誘導することが目的であった。

さらに、1956年9月になると、大蔵省が評価損発生時に損失補填の上での収益分配義務を改めて、評価損の有無にかかわらず、配当・利子・売買益からの収益の二分の一を投資家に分配可能にする方針であることが報道された。<sup>33)</sup> 本報道の後、同年12月12日付け通達「蔵理第一二七三一号 追加型証券投資信託について」が出された。<sup>34)</sup> その中では「期末現在において有価証券評価損（差損という、以下同じ）があるときは、有価証券売買益は次の区分により分配することができる。／（イ）有価証券評価損が、有価証券売買の二分の一に相当する額より大きいときは、その有価証券売買益の二分の一に相当する額をもって有価証券評価損を補てんし（組入有価証券のうち、評価損のある銘柄について評価換を行う）、その残りの有価証券売買益の全額を分配することができる。／（ロ）有価証券評価損が有価証券売買益の二分の一に相当する額以下であるときは、その有価証券売買益で有価証券評価損を全額補てんし（組入有価証券のうち、評価損のある銘柄について評価換を行う）、その残りの有価証券売買益の全額を分配することができる」（傍点——引用者、以下同様、省略、括弧は原文）ことが規定された。本引用中、条項（ロ）の場合は現行どおりであるが、傍点部分のように、条項（イ）の場合には、損失を全額補填せず、収益を投資家への分配金に充当できる。つまり、損失が大きさに従い未補填額が膨張し、しかも収益金は投資家への分配金として外部に漏出する。したがって、元本割れリスクはより一層高まる。このことは、『元本保証の貯蓄的性格』から『株の中の株』へと大きく性格をかえる。<sup>35)</sup>

以上、1956年秋になると大蔵省はハイリスク・ハイリターンの様相を強めることで、収益面での誘引を強化したオープン型投信の育成を通じて、大衆の株式市場への誘導を狙った。ただし、本制度の導入はリスク強化により、投資家の行動の不安定化をもたらした。

### 3.2 オープン型投信の投資家における受容と投信の拡大

ここでは、投信の市場動向を概観した上で、大衆投資家によるオープン型投信の受容要因を検討する。<sup>36)</sup> まず、表1には、商品別の投信の投資動向を示した。これによれば、1954年には構成比0

31) 『日本経済新聞』1955年2月8日（財団法人日本証券経済研究所編（1991）349-350頁）。

32) 以下でのオープン型導入の利便性の分析も含めて、「追加型（オープン型）をめぐる諸問題」財団法人日本証券経済研究所編（1991）355-358頁）。

33) 『日本経済新聞』1956年9月13日（財団法人日本証券経済研究所編（1991）377-378頁）。

34) 財団法人日本証券経済研究所編（1991）380頁。

35) 『日本経済新聞』1956年9月13日（財団法人日本証券経済研究所編（1991）378頁）。

36) 後述する1960年代における大衆投資家の投信に対する投資姿勢の歴史的变化については、冒頭で示した先行諸研究では十分な実証的検討は行われていない。

表1 株式投資信託の状況

(単位: 億円)

年	ユニット型												オープン型		
	設定元本額			解約元本額			償還元本額			元本残高			設定元本額		
	金額	構成比	増加率	金額	構成比	増加率	金額	構成比	増加率	金額	構成比	増加率	金額	構成比	増加率
1954	24,110	100.0%		12,229	99.7%		9,719	100.0%		78,014	99.3%		0	0.0%	
55	25,510	96.7%	5.8%	31,430	98.9%	157.0%	13,640	100.0%	40.3%	58,453	98.2%	-25.1%	871	3.3%	-
56	51,230	99.6%	100.8%	27,083	99.7%	-13.8%	16,039	100.0%	17.6%	66,560	98.2%	13.9%	201	0.4%	-76.9%
57	73,060	78.9%	42.6%	16,045	99.2%	-40.8%	7,199	100.0%	-55.1%	116,375	85.0%	74.8%	19,484	21.1%	9593.5%
58	99,070	93.1%	35.6%	25,741	100.0%	60.4%	7,890	100.0%	9.6%	181,813	86.7%	56.2%	7,342	6.9%	-62.3%
59	145,330	79.6%	46.7%	58,876	100.0%	128.7%	3,219	100.0%	-59.2%	265,048	80.3%	45.8%	37,150	20.4%	406.0%
60	246,930	68.2%	69.9%	85,832	97.6%	45.8%	0	100.0%	-100.0%	426,146	70.5%	60.8%	115,136	31.8%	209.9%
61	391,190	66.5%	58.4%	130,082	83.5%	51.6%	9,810	100.0%	-	677,443	66.0%	59.0%	197,015	33.5%	71.1%
62	222,625	64.1%	-43.1%	135,156	59.0%	3.9%	14,161	100.0%	44.4%	750,751	66.4%	10.8%	124,491	35.9%	-36.8%
63	287,569	86.7%	29.2%	137,155	50.0%	1.5%	17,884	100.0%	26.3%	883,280	75.5%	17.7%	44,304	13.3%	-64.4%
64	174,592	52.9%	-39.3%	168,238	57.3%	22.7%	45,415	100.0%	153.9%	844,219	72.7%	-4.4%	155,566	47.1%	251.1%
65	183,773	93.4%	5.3%	235,669	67.4%	40.1%	42,556	100.0%	-6.3%	749,765	77.6%	-11.2%	13,056	6.6%	-91.6%
66	168,000	82.3%	-8.6%	231,241	78.8%	-1.9%	75,976	100.0%	78.5%	610,548	76.2%	-18.6%	36,071	17.7%	176.3%
変動係数	0.46777	17.4%	200.8%	0.62837	24.9%	147.4%	1.0894	0.0%	716.2%	0.513	9.3%	117.3%	0.89848	56.8%	287.8%
平均	199,214	76.6%	19.7%	122,404	79.3%	31.2%	22,411	100.0%	10.2%	550,539	75.7%	29.1%	74,962	23.4%	1045.3%
標準偏差	93185.8	13.3%	39.5%	76915.3	19.7%	46.0%	24414	0.0%	73.3%	282426	7.1%	34.1%	67351.3	13.3%	3008.1%

  

年	オープン型						合計							
	解約元本額			元本残高			設定元本額		解約元本額		償還元本額		元本残高	
	金額	構成比	増加率	金額	構成比	増加率	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率
1954	36	0.3%		556	0.7%	-	24,110		12,265		9,719		78,570	
55	362	1.1%	905.6%	1,066	1.8%	91.7%	26,381	9.4%	31,792	159.2%	13,640	40.3%	59,519	-24.2%
56	79	0.3%	-78.2%	1,188	1.8%	11.4%	51,431	95.0%	27,162	-14.6%	16,039	17.6%	67,748	13.8%
57	133	0.8%	68.4%	20,540	15.0%	1629.0%	92,544	79.9%	16,178	-40.4%	7,199	-55.1%	136,915	102.1%
58	0	0.0%	-100.0%	27,882	13.3%	35.7%	106,412	15.0%	25,741	59.1%	7,890	9.6%	209,695	53.2%
59	0	0.0%	-	65,033	19.7%	133.2%	182,480	71.5%	58,876	128.7%	3,219	-59.2%	330,081	57.4%
60	2,113	2.4%	-	178,056	29.5%	173.8%	362,066	98.4%	87,945	49.4%	0	-100.0%	604,202	83.0%
61	25,669	16.5%	1114.8%	349,402	34.0%	96.2%	588,205	62.5%	155,751	77.1%	9,810	-	1,026,845	70.0%
62	94,018	41.0%	266.3%	379,875	33.6%	8.7%	347,116	-41.0%	229,174	47.1%	14,161	44.4%	1,130,626	10.1%
63	137,071	50.0%	45.8%	287,108	24.5%	-24.4%	331,873	-4.4%	274,226	19.7%	17,884	26.3%	1,170,388	3.5%
64	125,335	42.7%	-8.6%	317,339	27.3%	10.5%	330,158	-0.5%	293,573	7.1%	45,415	153.9%	1,161,558	-0.8%
65	113,832	32.6%	-9.2%	216,563	22.4%	-31.8%	196,829	-40.4%	349,501	19.1%	42,556	-6.3%	966,328	-16.8%
66	62,372	21.2%	-45.2%	190,262	23.8%	-12.1%	204,071	3.7%	293,613	-16.0%	75,976	78.5%	800,810	-17.1%
変動係数	1.0201	95.2%	215.1%	0.64961	29.1%	250.7%	0.5417498	205.1%	0.69933	137.9%	1.08938	716.2%	0.538414	126.7%
平均	56,054	20.7%	166.5%	203,206	24.3%	201.9%	274,175	24.5%	178,458	35.1%	22,411	10.2%	753,745	34.5%
標準偏差	57181.2	19.7%	358.3%	132005	7.1%	506.2%	148534.47	50.2%	124801	48.4%	24414	73.3%	405826.5	43.7%

(注) 1) 作表にあたり杉浦(2002)表12・13を参考にした。

2) 変動係数などは、投信制度の改革(本文参照)を踏まえて、1957年以降の数値で算出(以下の表も同様)。

3) ユニット型とオープン型の変動係数は、設定元本は1%、解約元本は5%でそれぞれ統計的に有意に異なる。

(出所) 証券投資信託協会(1975)より作成。

表2 株式投資信託の収益状況

(単位: 億円)

年	ユニット型			オープン型			合計		
	純資産額	評価損益	比率	純資産額	評価損益	比率	純資産額	評価損益	比率
1954	77,450	-6,648	-8.6%	551	-59	-11%	78,001	-6,707	-8.6%
55	60,174	7,239	12.0%	1,073	90	8%	61,247	7,329	12.0%
56	71,734	10,539	14.7%	1,223	172	14%	72,957	10,711	14.7%
57	124,428	-11,914	-9.6%	21,217	-1,022	-5%	145,645	-12,936	-8.9%
58	195,307	17,892	9.2%	28,388	1,049	4%	223,695	18,941	8.5%
59	295,858	35,237	11.9%	66,667	-1,834	-3%	362,525	33,403	9.2%
60	485,554	99,634	20.5%	180,600	3,167	2%	666,154	102,801	15.4%
61	758,446	-39,681	-5.2%	323,814	11,386	4%	1,082,260	-28,295	-2.6%
62	803,741	-62,672	-7.8%	358,909	345	0%	1,162,650	-62,327	-5.4%
63	932,101	-177,810	-19.1%	237,623	-13,770	-6%	1,169,724	-191,580	-16.4%
64	854,245	-135,463	-15.9%	273,171	-2,865	-1%	1,127,416	-138,328	-12.3%
65	710,924	4,394	0.6%	179,268	13,574	8%	890,192	17,968	2.0%
66	586,507	10,736	1.8%	162,454	5,591	3%	748,961	16,327	2.2%
変動係数	0.500008	-3.15752	-9.3298	0.645668	4.932128	7.4576	0.523661	-3.54541	-12.4079
平均	574,711	-25,965	-0	183,211	1,562	0	757,922	-24,403	-0
標準偏差	287360.3	81984.11	0.12594	118293.6	7704.477	0.0422	396894.1	86517.34	0.101659

(注) 1) ユニット型とオープン型の変動係数の差について検定を行ったところ、評価損益、比率は10%でも有意にはならなかったものの、純資産については1%で統計的に有意に異なるとの結果を得た。

(出所) 表1と同様。

%であったオープン型は、制度改正がされた56年末以降、特に個人取引で遅れをとっていた山一、日興証券の強い販売強化もあって急激に構成比を上昇させ、<sup>37)</sup> 62年には株式投信全体の36%にまで達した。しかし、その後、比率は急低下し、65年には6.6%にまで下落した。解約元本額の構成比は、62年から64年まで株式投信全体の40~50%を占めた。この結果、元本残高の構成比は59年の20%ほどから、60年から62年には30%台前半を占めたものの、その後、下落に転じて、65年には2割台前半にまで低下した。このように、オープン型投信は、ユニット型と比較して変動の激しい商品であった。このことは、設定元本額、解約元本額の変動係数が1%水準で統計的に有意に異なるとの検定結果からも裏付けられる。以上、オープン型投信は、市場において急激に受容されたものの、それは長続きせず、比較的短期間のうちに人気を喪失した。

次にこのようなオープン型投信の激しい変動の理由である。表2には株式投信の収益状況を示した。これによれば、統計的に有意な差は検出できなかったものの、評価損益の変動係数はユニット型に比べて大きい。また、純資産額の変動係数は、オープン型はユニット型に対して、1%水準で統計的に有意な差を検出可能である。さらに、史料の制約上、59年の数値のみではあるが、投信の種類別の分配率を見ると、ユニット型が7.0%、オープン型が14.5%であり、<sup>38)</sup> 後者は前者の2倍以上であった。このことは、前述したオープン型投信の制度改革の内容が実際に反映して、分配率

37) 杉浦 (2000b)。

38) 証券投資信託協会 (1975) 46-47頁。ただし、オープン型の分配率は、59年12月の基準価額969円、同月の分配額141円を用いて概算。



はユニット型に対して高まり、収益のうち、評価損補填への充当部分が少なくなる分、純資産額の変動リスクの増大を意味する。

### 3.3 大衆投資家によるオープン型投信の受容要因

以上を踏まえて、大衆投資家による当該金融商品の受容要因を検討する。史料は前述の1956年10月の関東地方におけるアンケート調査を利用する。<sup>39)</sup> 同調査によれば、投資信託という金融商品の存在を知らない者が実に38.2%にも達した。本商品を認知している61.8%のうち、1口何円かを知っている者は26.6%であり、残りの35.2%はこれを知らなかった。この結果を受けて、同史料では投信の特色や利点を理解している人は認知者中の1口金額をわかる人の割合、43.8%「を遥かに下回る」。このように、大衆投資家に対する投信商品に関する知識の普及度はきわめて低位であった。ただし、株式との対比で言えば、投信は「生活程度の高低による所有率」の差が大きくなく、「大衆性が立証されている」。そこで問題になるのは、このような状況下でオープン型投信を中心に投信が急増した理由である。この点を直接示す史料は存在しないが、本アンケート調査を用いて、その要因に接近する。投資家・非投資家ともに、有価証券投資を支持する理由として配当を重視しており、前者で7割、後者で3割の値であった（前述）。現に、オープン型は、変動は激しいものの、60年前後の時期にはユニット型を大きく上回る分配率を示した（既述）。

ここから、大衆投資家を中心に投信が受容された理由を、次のように推定できる。投信は、具体的な投資内容を公開しておらず、購入者は具体的な投資対象銘柄の具体的な内容や、その評価益・評価損の金額はわからない。このような情報の非対称性が存在する中で、投信が上げた収益は分配金として各投資家に配分される。この意味で、投信は、投資家が相対的に選好しない売却益を、より投資家が選好する配当に転換する機能を持つ。このことは、投信が、売却益への強い依存にもかかわらず、これを配当という、外観上、大衆が受容しやすいものに転化することを通じて、大衆投資家の志向性に適合することを意味する。さらに、大蔵省のオープン型に関する制度改革は配当率の上昇を可能にし、より一層の誘引を投資家に付与する。また、オープン型は、投資家の利便性を向上している（上述）。

もっとも、投信の普及は、オープン型投信中心の投信増加のみをもたらす側面のみにはとどまらない。つまり、投信購入後、株式に関心を持つようになった人の割合が28.4%にも達した。もっとも、「別に（関心を持つようには）ならない」とした回答の比率が68.2%であることには注意する必要がある。このような株式への関心向上をもたらすことを通じて、投信の普及は投資家の市場動向への反応度をより一層敏感にした。なお、上記の数値は、株価上昇局面でのものである。このことは株価が下落局面に転じたときに、より急速な投資家の市場からの離反が生じる可能性を示唆する。

### 3.4 制度改革の帰結——株式市場の過熱、証券金融の変化と政策的管理能力の後退

1958年9月4日の日本銀行の公定歩合の1厘引下げを契機に、いわゆる岩戸景気下の好景気の影響もあって、以後、61年7月まで株価は高水準で推移した。<sup>40)</sup> この間の株式市場の活況を支えたのは、証券金融面での変化であった。金融市場からの資金供給状況は、<sup>41)</sup> それまでの600億円台から856億円、さらには60年9月には2,081億円へと残高が急増した。その中でも、57年9月まで2割台から30%程度でコールが推移したところから、58年から60年にかけては70%台半ばから80%台半ば

39) 東京証券業協会「関東地方における証券に関する調査」491・497-498頁。

40) この間の市場動向についての詳細は、杉浦（2002）128-143頁による。

41) 日本銀行調査局「株式流通市場の資金需要と金融市場の関係について」1961年1月9日、財団法人日本証券経済研究所編（1993）428-429頁。以下での証券会社、証券金融会社に対する融資等についても同様。

までにその比重が急増した。このように、コール資金が金融市場から証券市場への資金供給の中心を占めた。これは「投信コール、運用預り制度などによりマネー取入力が急増し」たことが背景とされている。<sup>42)</sup>したがって、前述のオープン型投信導入による大衆資金の流入が影響したと判断される。さらに、同史料によれば、「証券金融会社よりの依存度が次第に低下してきた。この傾向は四大証券と中小証券会社との間の系列強化によりますます強ま」ったとある。当時の証券会社経営は強い階層性を持っていたが、<sup>43)</sup>60年9月末の銀行借入依存率を見ると、四大証券が24.6%なのに対して、中小証券会社は13.7%であった。中小証券会社は銀行貸出へのアクセスが相対的に困難であり、四大証券に資金調達面で依存せざるをえなかった。以上を背景にして、投信コール等の資金は、四大証券を通じて、間接的に銀行からの調達が相対的に困難な中小・零細証券会社にも、相当程度流れていたと推定される。<sup>44)</sup>

次に、証券会社、証券金融会社に対する銀行貸出残高の推移を見る。1958年3月以降の銀行からの貸出額合計は、最も高い値を示す59年3月から60年9月までの間で500~640億円の間で推移していた。60年3・9月に1,073億円、1,328億円にまで達するコールに対して金額は小さい。「証券金融会社の金利は、現在相当高く（日歩二銭六厘）且つ硬直的であ」<sup>45)</sup>ったから、コール・レート（「最高日歩二銭三厘」）との対比でのコスト高も影響したのであろう。ここに至って、証券金融会社を窓口とする資金供給ルートは大きく後退し、コール市場への依存が決定的になった。このことは証券金融会社が「証券市場をある程度コントロールする手段として設立された」ことを踏まえたとき、銀行貸出ルートを通じた証券市場管理の弛緩を意味する。

このような状況を端的に表したのが、1959年10月以降の日本証券金融の担保掛目の変更である。同27日付で日本証券金融は担保金率を28日付で現行の60%から70%に引き上げ、貸借取引貸借担保代用有価証券の代用掛目を現行の65%から50%に引き下げる措置を講じた。<sup>46)</sup>本措置は蔵臣談話にもあるように投機抑制を目的としていた。しかしながら、証券金融会社ルートによる資金供給比率が低下する中では（上述）、本ルートを通じた市場加熱の抑制は不可能であった。この結果、東京証券取引所における信用取引額の比率が58年に24.9%にまで上昇し、以後、59年6月まで20%台前半で推移したこと（年平均は19.1%）に見られるように、<sup>47)</sup>自己取引を中心とする「信用取引の過度の利用による人気化や投機化」<sup>48)</sup>が激化した。さらに、このような市況を反映して、投信販売が拡大した結果（57~61年までの同比率は4.7%、6.6%、7.6%、7.5%、8.6%）、個人株主の所有株数の比率は57年に54.8%まで下がったものが、58~61年にかけて55.6%、55.4%、53.8%、55.3%で推移し、個人株主の所有株数の比率は下げ止まりを見せた。

ここに至り、上述した大蔵省によるオープン型投信の育成方針は、投信コール・運用預り制度

42) 以下、特に注記のない引用と議論は、日本銀行調査局「株式流通市場の資金需要と金融市場の関係について」1961年1月9日、財団法人日本証券経済研究所編（1993）427-437頁、杉浦（2000a）。

43) 二上（1990）第4章、91-113頁。

44) 現に、主要4社以外の会員証券会社、非会員証券会員の1959・62年の借入金額・同比率を示すと、それぞれ252億円（150%）→1,133億円（674%）、17億円（123%）→61億円（420%）と急増していた（大蔵省理財局『第1回理財局証券年報』1963年）。

45) 以下での引用等も含めて、全国銀行協会連合会「全業第三一号 コール取引の改善について」1954年6月29日、財団法人日本証券経済研究所編（1993）411頁。

46) 「社発第八八号 貸借取引における貸借担保金率改定の件」、財団法人日本証券経済研究所編（1991）413-414頁。

47) 東京証券取引所（1970）373頁。

48) 大蔵省「大蔵省令第六号実施に際して大蔵省当局談」1960年2月8日、財団法人日本証券経済研究所編（1993）418頁。

を基盤とするコール市場からの調達資金に依存した株式市場の投機的活況を惹起した。同時に、このことは、資金調達面における中小・零細証券会社の四大証券への依存を強めるとともに、銀行→証券金融会社ルートを要因として、大蔵省当局による株式市場の管理能力を大幅に低下させた。

#### 4 「金融正常化」路線の強化と証券市場の悪化——投信を中心に

##### 4.1 「金融正常化」路線の強化と金融引締め

1960年代の政策動向の中心は、「金融正常化」路線の背景や、このことが証券市場に与えた影響とその対応について検討する。

1950年代後半以降、市中公募を伴う大型増資が行われた中で好調だった株式相場は、東証一部の平均値で61年の年平均1548.94をピークに、62年には1419.44、64年8月には月平均1288.71にまで下落し、需給のインバランスが顕在化した。<sup>49)</sup> この動向をもたらした重要要因の1つとして、それまで単にオーバー・ローン、オーバー・ボローイングの是正を考えていた日本銀行が方針を転換し、市場機能の活用を重視した「新金融調節方針」を採ったことが既に指摘されている。<sup>50)</sup> その内容は窓口規制の廃止、最低歩合適用限度額を超える貸出に日歩3厘（後に1厘）高の高率を適用する「貸出限度額適用手続き」の導入、政策委員会の決定なしに、弾力的な政府保証付き債券のオペを可能とすべく、「債券買入および売戻手続き」を決定したほか、債券オペや公定歩合操作による調節を柱とした。

以上を踏まえて、まず、最初に、先行研究で未検討であった、本措置が採られた背景を検討する。<sup>51)</sup> この点に関連して、1960年4月14日の第9回全国証券業大会での山際正道日本銀行総裁の発言が注目される。山際は60年以降の貿易為替自由化の本格化を論じた上で、「弾力的な通貨政策と自由化とが表裏相携えて進むべきこと」—中略—に関連して、今後更に広く金融の正常化を進めることが従来以上に切実な大きな課題になった<sup>52)</sup>と述べた。同様な発言は、IMF 8条国への移行に伴う状況変化への対応の必要性を強調した、翌年の全国証券業大会での挨拶でも確認される。<sup>53)</sup> 「新金融調整方式」の目的には、<sup>54)</sup> 市場メカニズムに沿った金融調節手段が望ましいとの「基本的金融政策観」があったほか、それまで消極的であったオーバー・ローンの早急な是正、財政資金引揚超過額増加への対応としての市中からの政府保証債券の買入があった。特に、市場メカニズムによる調整とオーバー・ローン是正（＝企業の資本構成改善）という点で、「金融正常化」の早期達成が目的であった。山際総裁の発言や日本銀行内部での政策路線から、貿易為替自由化の本格化への対応として、上記の内容の「金融正常化」路線が強化され、その一環として市場メカニズムを反映させ、金利による金融調節を重視する「新金融調節方針」が採られたと言えよう。このような政策内容が証券市場に強い衝撃を与え、上述の需給バランスの崩壊をもたらした。

本措置に伴う市場状況の悪化への対応として、「証券金融会社の会員別融資ワクの拡大、貸借担

49) 財団法人日本証券経済研究所編（1994）167頁。なお、当時の増資ラッシュについては、杉浦（2002）144-149頁。

50) 杉浦（2002）143頁。「新金融調節方式」の内容は、日本銀行（1986）103頁以下。

51) この点は大蔵省財政史室（1991）194-195頁でも、オーバー・ローン是正が単純に指摘されるのみで十分な検討はされていない。

52) 「昭和三十五年日本証券業協会連合会定時会員総会経過報告（抄）付第九回全国証券業大会」1960年4月14日、財団法人日本証券経済研究所編（1993）1024頁。

53) 「昭和三十六年日本証券業協会連合会定時会員総会・第十回全国証券業大会経過報告（抄）」1961年4月13日、財団法人日本証券経済研究所編（1993）1045頁。

54) 日本銀行（1986）97-104頁。

保金代用有価証券適格銘柄の拡大、信用取引保証金率の引下げ、株式投資信託の設定ワクの撤廃およびコール運用枠の一部解除等の措置が相次いで講じられ<sup>55)</sup>。これらの措置は、証券金融会社の会員別融資枠の拡大に見られる銀行部門→証券金融会社ルートを通じたてこ入れという意味で、銀行依存の深化をもたらした。同時に、信用取引保証率の引下げ、株式投信設定枠・コール運用枠の解除・撤廃など、投機制約の緩和による市況回復も目的としていた。つまり、ここでの対応は市場の不安定性を増大させる内容であった。

このほか、株式需給の調整を図る措置として、大蔵省理財局長、銀行局長、通産省企業局長、日本銀行営業局長、証券会社・都市銀行代表らからなる増資調整に関する懇談会が組織された。<sup>56)</sup> この結果、1961年11月13日には同年度第4四半期に増資申込期日が予定されていた、八幡製鉄・富士製鉄・東京芝浦電気の3社への申込期日の2ヶ月繰り延べが要請された。<sup>57)</sup> さらに、田中蔵相から、これら以外の未発表の増資についても、申込期日を原則として62年4月以降への繰り延べを通じた増資調整への協力が求められた。これらの諸措置は、企業の資本構成是正を目的とする増資払込を延期するものであった。したがって、貿易為替自由化を控えて、企業増資の促進による自己資本充実が「当面する緊急の課題である」<sup>58)</sup> との大蔵省側の考えと背反する。また、このような株価の下落は大衆投資家の市場からの離反を招く。このような意味で、「金融正常化」策＝新金融調節方式は、大衆の証券市場への誘導も含む企業の資本構成の問題と背反した。

以上、この時期になると、日本銀行は、対外金融との関係を意識する形で政策当局の「金融正常化」路線が強化された。しかし、本路線の強化は、投信制度の改革を通じた大衆投資家の株式市場への誘導を一助とする、企業の資本構成の是正や証券市場の育成という意味での「金融正常化」の実現をかえって遠ざけた。このほか、社債流通市場の形成面でも、<sup>59)</sup> 「新金融調節方式」の導入にあたり、社債を日銀オペの対象に加える措置が採られ、公開流通市場の欠如を日銀信用で代替した。この意味で「金融正常化」政策が、それ自体が「非正常」とする日銀信用への依存深化に帰結した。

#### 4.2 「金融正常化」と個人投資家誘導との矛盾の顕在化——公社債投信拡大の挫折

1961年の公社債投信の導入に関して、起債市場の活性化を目論む大蔵省側と流通市場活性化を目論む証券業界側で思惑が異なっており、さらに証券業界が特に預金吸収を重視する地方銀行を中心とする銀行業界の利害と対立し、同年1月以降、改定利回りが低位に改定・抑制された。その結果、販売当初の金額急増にもかかわらず解約が増加し、ひいてはその販売を推奨していた証券会社の経営体力を奪った。その意味で1965年証券危機の歴史的前提条件の1つとなった。<sup>60)</sup> ここでは、これまで未検討であった、政策当局の「金融正常化」路線を巡る意見の相違との関係で、公社債投信の導入と挫折の過程を補足検討する。

公社債投信販売開始後、1ヶ月経過した2月になると、政策当局から関連する発言が見られた。まず、同8日に山際日本銀行総裁が定例記者会見において「スタート早々からの公社債投信の日銀

55) 大蔵省（推定）「最近における証券業界の主要問題（メモ）」1961年11月10日，財団法人日本証券経済研究所編（1993）97頁。

56) 「増資等調整懇談会メンバー及び増資調整に関する申合せ事項」1961年11月13日，財団法人日本証券経済研究所編（1993）98-99頁。

57) 以下，田中蔵相からの要請も含めて，「増資繰り延べに関する大蔵大臣談話」1961年11月16日，財団法人日本証券経済研究所編（1993）99頁。

58) 大蔵省（推定）「最近における証券業界の主要問題（メモ）」98頁。

59) 志村監修（1980）261-262頁。

60) 以下での日本銀行の公定歩合操作と公社債投信の設定・解約動向も含めて，杉浦（2000a）299-306頁，表9-2。

買いオペは感心できない」と語り、<sup>61)</sup> 日銀資金を通じた公社債投信の普及・拡大には批判的な姿勢を示した。日本銀行は、市場機能の重視と公定歩合操作や債券オペによる金融調節の実現（「新金融調節方針」）を目標にしていた（前述）。ここから本方針と矛盾するベース・マネーの直接供給を回避したかったことが山際の発言の背景であろう。これに対して、水田蔵相は同10日の会見で「日本の金融政策を国際金融に直結させ」「金融正常化」を実現する観点からも、公社債投信の拡大を通じた社債市場育成の必要性を論じた。<sup>62)</sup> その上で、銀行界からの反発については、長期資金調達のを広げる観点から、公社債投信振興の観点から銀行界と調整する方針を示した。

このように、日本銀行と大蔵省の間では、対外金融との関係を意識した「金融正常化」の実現という点では方針は一致していた。しかし、そのための公社債投信の振興姿勢は違っていた。日本銀行は前述した意味での「金融正常化」=「新金融調節方式」の実現優先の姿勢を示して、公社債投信オペには消極的だった。これに対して大蔵省側はその拡大を重視する姿勢を示した。しかし、1961年4月になると大蔵省は運用基準を改定し、<sup>63)</sup> それまでの設定額の80%を新発債組入れ、コール・既発債をそれぞれ10%ずつ組入れから、新発債50%、既発債30%、コール20%に変更した。つまり、大蔵省が「流通市場に直接結びついた」公社債投信を、「起債市場のてこ入れ」に用いた結果、61年4月の新発債の利回り低下の影響をまともに受けた。続いて、同年9月にはこれらをそれぞれ40%・40%・20%に、さらに62年1月以降は自主的組入れに変更し、流通市場を重視する方針を示した。しかし、「新金融調節方針」の導入を契機とする株式市場の暴落と株式投信の解約増加が進展する中で、証券会社が増加組入れした社債の資金化を迫られたために、証券会社の手持ち公社債が急増した。このような中で、証券会社経営の悪化をもたらす公社債投信解約増加の阻止が、上記の措置の目的であった。しかし、「新金融調節方式」導入以降、証券市場が悪化する中で解約額は増加し、61年1月に460億円だった設定額は、同年12月には65億円にまで減少した。このほか、公定歩合が引き上げられた同年7月以降、解約額も基本的に月間100億円を上回るペースで進行した。投資家の4割が特に配当を重視する中で、<sup>64)</sup> 評価損は発生しなかったが、<sup>65)</sup> 公社債利回りの低下は公社債投信の解約に強く作用した。

その結果、公社債投信組入れ公社債額の公社債市場における比率は、<sup>66)</sup> 1961年末の5.1%から翌62年末には3.5%に急落し、以後、3%台前半で推移する。コールについては、61年の9.2%から62・63年と19.3%・18.9%に上昇した後、65年に6.9%にまで下落しており、変動はあるものの、同様に低下傾向にあった。つまり、証券業界と大蔵省、あるいは銀行業界と証券業界・政策当局のみならず、当局内部での「金融正常化」路線を巡る方針の相違とともに、本路線に基づく公社債投信の振興策が銀行業界の反発を招くことにより、企業の資本構成是正の一環としての公社債市場の育成は挫折に向かった。このような状況の中で、62年になると政策当局も動き出した。1月31日の定例記者会見で、<sup>67)</sup> 山際日本銀行総裁は、大蔵省と連絡をとって検討している段階であるとはした

61) 財団法人日本証券経済研究所編（1993）496頁。

62) 「蔵相、公社債投信拡大は当然と認め、長期資金調達の総合計画の面から銀行と調整の方針」、『日本経済新聞』1961年2月10日（財団法人日本証券経済研究所編（1993）496頁）。

63) 大蔵省の公社債市場育成方針の問題点、証券会社の経営事情も含めて、証券外史刊行委員会編（1971）252-254頁。なお、これらは杉浦（2000a）299-301頁でも指摘されている。しかし、「金融正常化」路線を巡る政策当局内部での方針の相違が公社債投信の育成が挫折する要因であることは指摘されていない。

64) 東京証券業協会「証券貯蓄の調査リポート」1961年10月実施、財団法人日本証券経済研究所編（1993）670頁。同調査は全国規模の調査だが、標本抽出の方法は不明である。

65) 公社債投信の運用対象有価証券に評価損が発生するのは、66年の-795億円が最初である（証券投資信託協会（1975）の付録統計による）。

66) コールも含めて日本銀行調査局「株式流通市場の資金需要と金融市場の関係について」。

ものの、「財政収支の揚げ超対策」の範囲内で「いずれ売り戻しを行なう」と留保を付けながらも、投信組入れ公社債を買いオペ対象にする考えを示した。同じ時期に大蔵省側は「公社債投資信託について」<sup>68)</sup>という文書を作成した。これによれば、まず、最初に国民の零細貯蓄資金を用いた起債量拡大が発行目的とされた。しかし、上述の金融動向の変化に伴い、公社債流通市場の欠落を重要要因とする募集低下のほか、証券会社による買取や解約の増加が指摘された。その上で、本問題への対応として、何らかの方法で「公社債投資信託組入れ公社債の流動化（資金化——原文）を図る」必要性を論じた。山際日銀総裁が大蔵省とも協議中と述べたことから、上述の投信組入れ公社債に対する方針変化は、大蔵省側の要請を受容したと判断できる。以上を踏まえて、最終的に日本銀行は投信組入れ公社債を買いオペ対象に加えることを決断した（前述）。なお、同年10月になると、証券投資信託協会からも、株価暴落への対策から投信組入れ公社債に対する担保金融の実施の要望も出された。<sup>69)</sup>

以上、「金融正常化」路線の強化は、本来、「正常化」とは相反する中央銀行の投信組入れ公社債の買いオペ対象化という事態を招来した。

#### 4.3 市場不安定要因としての投資信託の解約増加と市場へのインパクト

以上のような「金融正常化」路線の強化に加えて、1963年の米国政府による金利平衡税の発表を要因とする株式相場の暴落により、<sup>70)</sup>投資信託は縮小を余儀なくされた。投信の動向については、既に1965年にユニット型の大量償還が発生することが、同年の証券危機の要因として指摘されている。<sup>71)</sup>ここではその見解を再検討する。

種類別の投信の動向は、前掲表1に示した。ユニット型も1963年の287千億円をピークに65年には183千億円と100千億円も減少したのに対して、解約元本は64年の168千億円、65年の235千億円と急激に増加し、これに伴い元本残高もピーク時である63年の883千億円から65年には749千億円とピーク時の85%にまで急低下した。また、オープン型も設定元本額は、理由は不明であるが、64年に一時的な変化はあるものの、ピーク時である61年の197千億円から63年には44千億円、65年には13千億円とピーク時の6.5%にまで激減した。これに対して、解約元本額は61年に25千億円にすぎなかったものが、62年には94千億円と4倍弱程度に増加した後、さらに63～65年までに137千億円、125千億円、113千億円ときわめて高い水準で推移した。この結果、元本残高はピーク時の62年の379千億円から65年には216千億円と、わずか3年でピーク時の57%にまで激減した。特に元本残高の変動に見られるように、株式投信の中でもオープン型投信の縮小は、ユニット型に比べて深刻であった。前述のように、投資信託の購入を通じて、購入者である大衆投資家は株式価格の動向により敏感になっていた。現に、ユニット型・オープン型双方の投信分配率を見ると、59年にはそれぞれ7.0%・14.5%であったが、62年末には同じく6.25%、7.3%であり、特にオープン型の分配率の低落振りは目を覆わんばかりであった。<sup>72)</sup>ここから、60年前後にオープン型を中心に投信を購入し

67) 「山際日銀総裁、投信組み入れ公社債を買いオペの対象にすることを検討中、財政揚げ超対策の範囲で行なう」、『日本経済新聞』1962年2月1日（財団法人日本証券経済研究所編（1993）547頁）。

68) 財団法人日本証券経済研究所編（1993）547-549頁。

69) 「投資信託組入れ公社債の流動化についての要望」1962年10月24日、財団法人日本証券経済研究所編（1993）558-559頁。

70) 杉浦（2000a）306-309頁。ただし、同論文308頁でオープン型の残存元本の純減が指摘されているが、市場全体に対するインパクトは詳らかではない。

71) 杉浦（2002）175-182頁。

72) 証券投資信託協会（1975）46-47・56頁。なお、1962年末のオープン型分配率は、当年中の新規設定・全部解約されたファンドを除外した修正基準額で973円を用いて算出した。除外値を含む基準額は957円であり、これを用いた場合の分配率は7.3%になる。

た大衆投資家は株式相場の下落と、これに伴う分配率の低下に比較的迅速に反応したと推察される。

このような投信の動向は、金融・資本市場、特に、株式市場とコール市場の動向に強いインパクトを与えた。<sup>73)</sup> まず、株式市場から検討する。株式投信組入れ株式残高は、ピーク時の63年末には株式市場残高全体の13.3%にまで達した。それが、65年には7.2%とほぼ半減した。株式市場残高の1割を超えていたものが半減しており、投信全体の縮小は株式市場に重大な影響を与えていた。次に、この間の投信種類別の動向を見ると、オープン型の構成比は63年の2.8%から65年には1.6%と1.2%減少した。これに対して、ユニット型は63年の10.5%から65年には5.6%とほぼ半減した。ここから、ユニット型を中心にして、投信は株式市場に対して大きな影響を与えていたように見える。

しかし、通説は無条件に首肯できるのか。この点を確認するために、投信の変動のコール市場に対する影響を検討する。まず、投信全体では、1960年に市場全体に占める比率が22%とピークに達した。それ以降、64年の8%を底にして、65年には11%と若干増加に転じるものの、それでも構成比はピーク時の半分にすぎない。これを種類別に検討する。ユニット型のコール運用資金は、61年に21.6%とピークを迎えた後、62年から64年にかけて11%から9%に下落し、65年には15%弱にまで回復した。これに対して、オープン型は60年にコール市場全体のシェアが14%とピークを迎え、株式投信のコール運用額全体の4割を占めるに至った。その後、62年のコール市場シェアは10%にまで低下するものの、株式投信のコール運用総額の45%とほぼ半分を占めた。しかし、その後、株式投信のコール運用額に占める構成比は急激に低下し、65年には16%にまで減少した。このほか、コール市場全体に対するシェアも2.7%にまで低下した。さらに、オープン額のコール運用額の変動係数がユニット型のそれを1%水準で統計的に有意に異なるまでに上回ったことも、無視できない構成比を持ったオープン型の不安定性の程度の相対的な強さを示す。

このように株式投信全体のコール運用額がピーク時にあたり、かつ、株式市場が活況を呈した1960・61年にコール市場の3割以上を占め、この時期にそれまでネグリジブルであったオープン型投信資金のコール運用が投信全体の約4割を占めており、その後、急激に縮小した。さらに金額面での株式投信全体の最高値である60年から最低値の63年の株式投信全体の減少額160億円中、ユニット型が102億円の増加なのに対して、オープン型が262億円の減少を示し投信コール収縮の重要要因であった(表1より算出)。これらから、60年代前半におけるオープン型投信のコール市場の混乱に対する影響は、ユニット型のそれを上回っていた。さらに、投信コールの多くが「紐付きコール」であったために、<sup>74)</sup> 短資市場の動向を左右した。このほか、周知のように証券会社の運用預かりを通じた自己勘定取引の動向や資金繰りにも重要な影響力を持ったことを想起した場合、オープン型投信により吸収した資金のコール運用での動向が、証券市場に与えた影響は重大であった。

この点を、時系列分析を通じて定量的に確認する。まず、表3に示した①から⑦まで(②③を除く)の投信純資産残高の変化率と株式・コール両市場との相互関係についての回帰分析により、次の関係性が検出できる。<sup>75)</sup> つまり、①投信純資産残高の変化が証券会社コール・マネー(以下、CMと略記)に、④証券会社CMの変化が株価の変化に、⑤株価の変化が株式売買高の変化に、⑥株式売買高の変化が株価にそれぞれ正の影響を与える。さらに、⑦株価の変化が投信純資産残高の変化に正の影響を与える。その結果、投信純資産残高の減少が証券会社のコール調達を媒介に株

73) 以下での数値は、表1原史料からの算出値。

74) 杉浦(2000a)316-322頁。

75) 以下、投信や証券市場の状況についての記載は、表3で用いた現史料・記述統計による。

表3 株式投信とコール・株式両市場との関連（1959年1月から65年12月）

被説明変数／説明変数	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦
	証券会社 CMの 変化率	証券会社 CMの 変化率	証券会社 CMの 変化率	株価の 変化率	株式売買 高の 変化率	株価の 変化率	投信純資 産残高の 変化率
投信純資産残高の変化率 t値	0.3385 2.102*						
ユニット型投信残高の変化率 t値		0.264 1.486					
オープン型投信純資産残高の変化率 t値			0.2469 2.74**				
証券会社CMの変化率 t値				0.1278 2.20*			
株価の変化率 t値					3.622 4.753**		
株式売買高の変化率 t値						0.060 4.753**	
株価の変化率 t値							0.3502 141.6**
定数項 t値	0.0067 0.766	1.8388 0.968	0.0056 0.657	0.007 1.441	0.033 0.921	0.005 1.172	-31.133 1.108
観測数	83	83	83	83	83	83	84
adjR2	0.0401	0.014	0.073	0.045	0.208	0.208	0.996
DW	1.876	1.888	1.880	1.603	2.235	1.486	1.874

(注) 1) OLS推定。月次データを用いて推計。

2) \*\*は5%、\*は1%でそれぞれ統計的に有意。

3) 株価は東証修正平均株価225種のもの。株式売買高は東証1部月平均売買高。

4) ①～⑥において系列相関が検出されたため、コ克蘭・オーカット法で修正の上で推計した。なお、分散不均一性は⑦のみ検出された。これは加重最小二乗法で修正の上で推計した。

5) 東証修正平均株価225種は1959年以降のものしか入手できなかった。投信制度の改革は56年末以降であるが（本文参照）、推計期間を上記期間としたのは、このような史料上の制約による。なお、単純平均株価ではなく、東証修正平均株価225種を選んだのは、日本経済を代表する企業銘柄が集められ、なおかつ修正平均値が用いられることによって、より市場情勢を敏感かつ的確に反映していると考えられるからである。

6) 投信純資産残高を変数に選択したのは、購入・所有や売却の判断の基礎となる資産価値を表しているからである。

(出所) 東京証券取引所（1961）（1970）、『証券投資信託会報』『証券投資信託月報』各号より算出・作成。

価、ひいては株式売買高の変化に正の影響を与える。その結果、株価の下落局面では売買高減少とスパイラル状態になり、投信純資産残高のさらなる減少をもたらす。以上から次の議論が可能である。証券価格の上昇＝投信純資産残高の増加局面では、証券会社のコール・マネー調達量の増加を通じて株価の上昇が生じた。その結果、証券会社による自己勘定取引の順調な拡大を可能にした。さらに、株価の上昇は、株式の売買高を増加させた。しかし、60年代以降の逆局面では、コール・マネーの調達難が株価の下落、ひいては株式売買高や残存元本減少・解約の重要要因となる投信純資産残高の減少をもたらした。その結果、証券会社経営が窮地に陥った。

さらに、表3の②と③との比較から、特に市場が明確に悪化に転じた1960年から65年までの純資産額の減少と、62年2月以降のほぼ恒常的な元本割れを背景とした解約元本額の激増を主因に、残高を激減させたオープン型の変動（前掲表1）が、上述のように証券会社のコール・マネーの調達量の変動の増幅を通じて、株式市場を中心とする証券市場の振幅の増大ぶりが確認できる。まず、ユニット型の純資産残高の変化率は、証券会社取入れコール・マネーのそれに対して統計的有意性



を持たない。これに対して、オープン型のそれは、決定係数は低いものの、符号は正で統計的に有意である。つまり、証券会社からのコール資金流失を促進する効果があった。1950年代の制度改革前におけるオープン型の構成比の低さと60年前後の急上昇を考慮したとき、このような結果になったのは、制度改革前後以降のオープン型の急激な台頭と縮小の産物と判断される（以上、前掲表1）。

このほか、1959年から、ユニット型の大量償還期限が来る65年の前年である64年までの期間について、被説明変数にユニット型の純資産額、説明変数にオープン型のそれをとった回帰分析とその逆の回帰分析を試みた。<sup>76)</sup> 偏回帰係数では前者が後者を上回るものの、標準化回帰係数は後者が0.976、前者が0.678と後者が前者を大きく上回る。つまり、ユニット型も純資産額の減少に伴い、63年上半期を除き、62年4月以降、ほぼ恒常的に元本割れしていたが、オープン型の動向に引きずられて状況が悪化した。このことが、65年にユニット型が借替不能な要因となり、証券市場全体を悪化させた。

このような投信の動向は、コール市場に資金を供給している金融機関に悪影響を与える危険性をはらんでいた。1964年時点での地方銀行、相互銀行、農中県信連のコール・ローン市場における年間平均シェアは、それぞれ12.5%、21.6%、17.5%、合計51.6%と過半を占めていた。つまり、投信の動向を背景とするコール市場の混乱発生は、比較的経営基盤が弱い中小企業向け金融機関の経営を直撃するおそれがあった。<sup>77)</sup> このことは、中山素平の日証金は「全金融界」が「あげて応援している株式会社です」との発言からも確認される。

以上、オープン型の動向が、ユニット型の大量償還が生じる1965年に、その再投資を妨げ、証券危機を激化させた重要な要因になった。

#### 4.4 大衆投資家の投資姿勢の変化

上述のように、通説の主張するユニット型投信に匹敵する形で、オープン型投信も株式市場の動向に対して影響力を持った。それでは、オープン型投信を購入し、1960年以降の危機に至る過程で、手を引いた大衆投資家はどのような行動様式を持っていたのか。ここでは、証券に関する調査を用いて、この問題に接近したい。

まず、証券市場が不振に陥る前の1959年4月の調査である。<sup>78)</sup> これによれば、「過去1年間にふやした貯蓄」という質問項目に対して、株式は4.8%、投信は1.6%、割引債券は0.6%という回答結果になった。さらに、「今後1年間にふやしたいという意向を貯蓄種類別」という質問項目に関しては、株式は20.6%、投信は12.0%、割引債券は7.9%という結果が出た。特に、株式投資を行った人について、「非常によかった」を含めて、「とにかく満足している人」の割合は70%を超えており、「『よくなかった』と断定した人」は8%に満たなかった。投信についても、7割以上が満足したとされた。投信は他の貯蓄より利回りがよかったとの回答が半数であり、「株式より比較的安

76) 被説明変数をユニット型純資産額の変化率、説明変数をオープン型のそれとした回帰式（OLS推定、出典は表4原データ）は、 $Y=1.354+0.7022(t=37.6)$ 、 $adjR^2=0.952$ 、被説明変数と説明変数を入れ替えた回帰式は $Y=0.010+1.364(t=7.72)$ 、 $adjR^2=0.45$ であった（いずれも、説明変数のt値は1%水準で有意、 $N=72$ ）。前者は分散不均一性が検出されたので、加重最小二乗法で修正した。後者は1%水準で分散不均一性、系列相関は未検出であった。

77) 1964年時点での地方銀行、相互銀行、農中県信連のコール・ローン市場における年間シェアは短資協会（1966）付録統計より算出。以下での中山の発言は、財団法人日本証券経済研究所編（1996）21頁。

78) 以下、東京証券業協会「証券を中心とした貯蓄動向調査について」、財団法人日本証券経済研究所編（1993）622-628頁による。同調査は、関東地方に居住する25歳以上の男女を層化多段無作為抽出法で3000名（うち男子2250名）を抽出した調査である。

全だから」との回答も3割あったという。ここから、比較的低リスクで、かつ利回りのよさがこの回答の要因と判断される。ここで注目すべきは、株式投資に対する不安を抱えている人の割合の変化である。56年10月調査時には2人に1人が不安であると回答していたが、今回は33%にまで低落している。前述した追加投資の容易さなど、預貯金に類似したオープン型投信の金融商品としての利便性ととも、この時期の証券市場の活況がこの結果をもたらしたのであろう。

次に、1959年の調査とほぼ同様のサンプル抽出方法で行われた、64年7月の調査に基づき、証券不振下の大衆投資家の投資姿勢を検討する。<sup>79)</sup> まず、株式は61年調査時同様15.2%であったが、投資信託の保有世帯比率は、10.1%から8.9%に減少しており、投信不信を確認できる。投信に満足感を持つ者の比率は24%であり、約半数は「よかったとは思わない」との意見を述べた。この時期、投信は運用成績が悪かったから（前述）、この状況の反映と判断される。また、保有世帯比率では横ばいであった株式投資に対する満足感に関する質問では、満足感を示した者の比率は37%にすぎない。調査方法や対象は異なるものの、59年調査の結果とは対極的な結果が出ている。それに対して、不満感を表した者の比率は27%にも達した。さらに、以前、株を保有していた世帯（サンプルの8%）に対する、いつ株を手離したのかという質問については、その24%が62年に手離したと回答した。また、61年以前と回答した者の比率は71%であったが、そのうち、58年から61年までの間に手離した者の比率は36.1%、61年は13.8%であった。特に、全体の14.3%を占める58・59年に手離した者のうち、株式投資をして「よかった」と回答した者の比率はほぼ4割に達しており、その後、20~30%に急落する。ここから、61年の株価暴落以前、特に58・59年に株式を手離すことによりキャピタル・ゲインを得た者や、61年の株価下落と同時に危機感を感じて手離した者が相当数いた一方で、他方では、株価暴落から1年経過し、証券不振が明確化した時期に、まとまった数が株式を手離したことがわかる。最後に、今後の投資計画についての質問を見ると、株式は7.4%であり、61年調査時の7.9%から微減している。投信は同様に5%から4%へと微減した。調査結果は、株式、投信ともに大衆投資家の投資姿勢が消極化へと変化したことを示す。

このような傾向は、1965年の証券危機後の調査では明確になる。<sup>80)</sup> まず、投信であるが、保有者に限定して、今後、購入したいとは思わないと回答した人の比率は61%、非保有者は73%にも上った。その理由であるが、「資金がない」が54%（保有者）・39%（非保有者）、「嫌いだから」が21%・16%、「投資信託についての知識がないから」が19%・14%、「財産運用として危険があるから」が13%・9%、「証券会社が信用できないから」が5%・4%であった。投信や証券会社への不信を示す項目の比率は39%・29%にも達しており（回答率累積値は125%、92%）、特に保有者の不信ぶりは著しい。安定的運用と元本割れがあっても売却益を狙う運用のどちらが望ましいかとの質問項目に対して、投信購入希望者の78%（合計値100%）、非保有者の7%（合計値は9%）が安定運用を希望しており、強い貯蓄志向を示していた。また、株についても同様であった。「買いたいとは思わない」との回答は、35%（保有者）・73%（非保有者）にも達した。その理由を見ると、「資金がないから」が53%・39%、「株式に対する知識を持っていないから」23%・15%、「嫌いだから」23%・15%、「財産運用として危険があるから」が17%・13%、「証券会社が信用できないか

79) 東京証券業協会外九協会「証券貯蓄の調査リポート（第二回全国調査）」1964年11月、財団法人日本証券経済研究所編（1994）578-620頁。本調査は「全国の一般世帯から層化副次無作為抽出法により抽出した2万世帯を対象に」実施された。

80) 内閣総理大臣広報室「証券貯蓄に関する世論調査」1966年11月、財団法人日本証券経済研究所編（1994）620-632頁。母集団は全国の世帯員2人以上の普通世帯の男の世帯主、標本数は3000、層別2段無作為抽出法で抽出。調査時期は66年8月27~31日。

ら」が2%・2%であり、株式や証券会社への不信を示す項目の比率は65%・43%に達し（回答率累積値は143%・107%）、投信同様に保有者の不信感は著しい。

1960年代には、かなりの有価証券評価損の発生により、運用が不安定化した（前述）。これに加えて、大衆投資家側における投信という金融商品に対する知識の欠如というある種の情報の非対称性や証券会社不信が生じた。これらも重要な一因となり大衆投資家が貯蓄志向を強める中で、多額の評価損が発生したことが大衆投資家の投信離れの背景であった。このような大衆投資家の投資姿勢の変化により、大衆投資家の市場誘導を一助とする、企業の資本構成の是正を含む「金融正常化」路線は実現基盤を喪失した。

#### 4.5 市況悪化と証券市場対策——間接金融部門の影響力増大

以上の市況悪化を踏まえて、1961年7月以降、大蔵省は矢継ぎ早に証券市場対策を打ち出す。<sup>81)</sup> 主要なもののみを挙げれば、同年10月に省令を改正し、委託保証金率の60%から50%への引下げ、代用有価証券の60%から70%への引上げ、株式投信設定枠、コール運用枠の撤廃を皮切りに、郵政省の協力を得て12月には簡保資金により証券19社の割引金融債30億円分の買上げを決定し、翌年6月15日にこれを実施した。さらに、同年10月には、信用取引保証金率を30%に引き下げた。このほか、60億円の公社債担保金融の実施を決定し、7月には市中銀行に対して50億円の協調融資増額を求めた。同年6月に全銀協も公社債投信4社に対して、28億円の公社債担保金融の実施を決定しており、さらなる協力を求めた。また、この間、数次にわたる増資調整も実施された。<sup>82)</sup>

このように大蔵省の対策の中心は、銀行部門や郵貯関係資金といった間接金融部門の資金の導入とともに、投機規制や運用制限規制の緩和にあった。しかしながら、既述のように、市況悪化への動きを食い止められなかった。このような状況の中で、1964年1月10日になると、株式買上げ機関として日本共同証券の設立が発表された。ここでは同社の設立過程の特徴を検討する。まず、既に63年8月の段階で東京証券業協会において株式買取シンジケートの結成が決定された。<sup>83)</sup> そこでの決定によれば、「取引所の違約損失補償準備金約九〇億円、と正会員組合からの約一〇億円、計一〇〇億円」を頭金に、「金融機関から四~五〇〇億円程度の融資を予定する」とされた。この中の100億円は「当面証券界で捻出できる最大限の資金」とされており、買取機関の資金のほとんどは銀行依存が考えられていた。また、別の史料によれば、<sup>84)</sup> 頭金の額は上記のままであるが、金融機関からの融資額は「政府、日本銀行の考えにより」決まること、具体的割合は小委員会を開催して決定するとはしながらも、危険分担率は大手4社が6割、その他が4割とされ、リスク負担は大手4社を中心に行うとされた。さらに上西委員が作成した「資本市場対策委の問題点に対する提案」<sup>85)</sup> によれば、公的性格を強化する方向性が示された。このような市中銀行や日本銀行に依存した買上げ機関設置論は、日東証券社長土屋陽三郎や野村證券からも提案されていた。<sup>86)</sup> このほか、資本市場対策特別委員会が12月25日付けで出した「需給のアンバランス解消」<sup>87)</sup> という最終案でも、

81) 以下での市場対策は、大蔵省「政府の株価振興対策」、財団法人日本証券経済研究所編（1994）202-203頁。  
なお、現状分析的研究ではあるが、大島（1987）では、日銀などの証券救済融資について検討している。しかし、投資信託ブームの発生と崩壊との関係からの分析は欠落している。

82) 杉浦（2002）144-149頁。

83) 東京証券取引業協会「株式プール機関の設置について」1963年8月3日、財団法人日本証券経済研究所編（1994）205頁。

84) 東京証券業協会「株式プール機関の設置について」1963年8月14日、財団法人日本証券経済研究所編（1994）205-206頁。

85) 財団法人日本証券経済研究所編（1994）206-207頁。

86) 資本市場対策特別委員会「需給のアンバランス解消に関する諸意見」1963年12月20日、財団法人日本証券経済研究所編（1994）210頁。

日証金経由で日本銀行への特別融通要求が決議された。つまり、この議論は証券業界では有力な意見であった。

以上を踏まえて、金融債の消化面で証券市場の動向に強い利害を持っていた<sup>88)</sup>日本興業銀行の中山素平ほか9名を発起人に1964年1月20日に日本共同証券が設立された。同社の資金調達状況を見ると、<sup>89)</sup>64年中の日本銀行からの借入金調達額は578億円、調達総額の16%程度を占めたにすぎず、しかも、日本銀行からの調達は同年12月に初めて実施された。さらに65年になってからも日本銀行からの融資は増額・継続し、65年1～3月までの供給額は676億円、この間の調達総額の40%ほどにまで上昇する。同社は、証券危機の激化以前には、基本的に市中資金に依存した調達を行い、危機激化以降、日本銀行に強く依存した。次に同社による市場介入の効果である。史料の制約上、64年3月・4月中のもののみを検討する。<sup>90)</sup>同社は、この2ヶ月間に13回にわたる買い出動を行った。その中心は大手4社、投信10社であった。前者はすべての介入の対象になっており、投信10社は6回（10社中の2社対象が1回を含めて7回）であった。これに対して、中小グループが対象にされたのはわずかに3回にすぎない。このように、投資信託を大量に販売し、運用預かりも実施していた大手4社と投信会社が主要な救済対象であった。このような救済を通じて、60年前後に借入金依存度の上昇により経営を拡大した（前述）、多数の弱小証券会社が淘汰されたと推定される。<sup>91)</sup>さらに、株価指数の前日比騰落を見ると、13回の介入中、指数が上昇したのは7回に達した。ここから、当初は介入の効果があつたと判断される。しかし、65年7月以降、特に9月以降、同社の介入買いや日本証券金融を通じた日本銀行から大手4社に対する救済資金の供給（10月末で162億円）にもかかわらず、<sup>92)</sup>市況は悪化の一途をたどった。

このような状況を受けて、1965年1月に日本証券保有組合という、別の買上げ機関が設立された。<sup>93)</sup>同社は65年1月12日から同年7月23日まで6次にわたり、合計2,328億円（うち証券本業分は計2次501億円、それ以外は投資信託分）の株式買入れを実施した。投信が大半を占めており、投信対策の側面の濃厚さがうかがえる。次に問題になるのは、買入れ資金の調達である。日本銀行からの信用供与は実に2,156億円、買入額の91.6%を占めていた。これに増資による取得22億円、出資見合貸付85億円を加えれば、日本銀行からの信用供与の比率は96.1%にも及ぶ。最大限、市中資金を用いて救済を行った日本共同証券とは異なり、恐慌顕在化の危機が差し迫った65年に設立された日本証券保有組合に至っては、当初からほぼ全額日銀信用に依存した救済が実施された。

これらの諸措置に加えて、周知の山一証券への特別融通もあって、1965年8月以降、株式市場は回復に向かった。しかし、政策当局による「金融正常化」路線は、逆説的に、その改善を目標とした、間接金融部門の支配力をより一層強化した。

## 5 おわりに

1950年代後半から60年代前半にかけて、企業金融面から見た場合、ほぼ一貫して追求されたのは、特に大蔵省主導による企業の銀行部門への過剰依存の是正という「金融正常化」の実現であった。

87) 財団法人日本証券経済研究所編（1994）216頁。

88) 杉浦（2000a）308頁、財団法人日本共同証券財団（1978）6-7頁。

89) 日本銀行（1986）140頁より算出。

90) 日本銀行（1986）表3-3（137頁）。

91) 二上（1990）130頁。

92) 以下、日本銀行の救済資金供給も含めて、日本銀行（1986）141-142頁。

93) 以下、株価の動向、同社については、日本銀行（1986）149頁、特に表3-6による。

この政策課題に証券市場の再編成政策は強い影響を受けた。その中心はオープン型の導入に代表される株式投信制度の改革であった。本改革は、投信をより高リスク、高リターンにしたほか、ユニット型にはない投資金額の自由な追加など、利便性の面も含めて預貯金的性格に近いものにした。これにより、利益志向とともに利便性も含めて預貯金的観念もまた根強く、金融商品についての専門的知識に乏しく、なおかつ証券会社に対する信用度も低い大衆投資家を証券市場へと誘導することを狙った。実際、大衆投資家も、当初はこの改革を歓迎し、オープン型への投資を行った。オープン型による調達資金は、運用面で株式市場のみならずコール市場でも無視し難い比重を占めた。それゆえ、61年に貿易為替自由化との関連を重視して実施された、日本銀行の「新金融調節方針」に伴う株式市場における需給不均衡の顕在化の影響を受けた。

その結果、証券会社に対する不信感も高まり、大衆投資家の証券市場への急速な流入と短期間での離反を招いた。このことは、運用預かりの原資である「紐付きコール」を中心に、コール市場の急速な縮小と不安定化を惹起した。その上で、株式市場の状況を一層悪化させた。これが65年に大量償還を迎えるユニット型への再投資を不可能にした重要要因になった。その際、コール市場を介して、オープン型投信はユニット型に匹敵する衝撃を市場に与えた。当該期におけるオープン型を中心とする投信制度の改革は、1950年代前半の投信制度の失敗<sup>94)</sup>や50年代半ばの債券市場への大衆誘導の失敗に学ばないままに、本改革を「金融正常化」の一助にしようとした政策当局の意図に反して、投信市場や株式市場の混乱をもたらしたにすぎなかった、と言えよう。

以上の諸点の中に、1950年代後半から60年代半ばにかけての投信制度の改革と、大衆投資家の投資姿勢の歴史的変化を中心に見た証券市場の変動の特質を検出できる。

(東北学院大学)

投稿受付2010年1月7日、最終稿受理2010年8月4日

#### [参考文献]

- 伊藤正直編(2008)『山一証券資料』極東書店。  
 大蔵省財政史室編(1978)『昭和財政史 終戦から講和まで』第19巻, 東洋経済新報社。  
 大蔵省財政史室編(1991a, b)『昭和財政史 昭和27~48年度』第9・10巻, 東洋経済新報社。  
 大島重衛(1987)「証券恐慌と救済融資に関する覚書(1)」『金融経済』第222号, 11月。  
 岡崎哲二(1992)「資本自由化以後の企業集団」法政大学産業情報センター・橋本寿朗・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会。  
 奥村宏(1966)「株式所有と支配構造の変化」川合一郎編『日本証券市場の構造分析』有斐閣。  
 草野厚(1998)『山一証券破綻と危機管理』朝日新聞社。  
 熊野剛雄(1966)「株式市場と景気底入れ」『経済評論』第15巻6号, 5月。  
 小竹豊治(1967)「運用預かり金融と山一証券恐慌」『三田商学研究』第10巻3号, 9月。  
 小林和子(1984)「証券恐慌前後における公社債流通の諸形態」『証券研究』第72号, 5月。  
 小林和子(1987)『産業の昭和社會史10 証券』日本経済評論社。  
 小林和子(1994)「解題」財団法人日本証券経済研究所。  
 小林和子(1995a)「証券恐慌がもたらした証券行政の転換」『証券研究』第112号, 5月。  
 小林和子(1995b)『株式会社の世紀 証券市場の120年』日本経済評論社。  
 財団法人日本共同証券財団(1978)『日本共同証券投資株式会社史』同財団。  
 財団法人日本証券経済研究所編(1991), (1993), (1994), (1996)『日本証券史資料』戦後編第7・8・9・10巻。  
 志村嘉一監修(1980)『日本公社債市場史』東京大学出版会。  
 証券外史刊行委員会(1971)『証券外史』東洋経済新報社。

94) この点については、別稿を準備中である。

- 証券投資信託協会（1975）『証券投資信託20年史』同協会。  
証券投資信託協会（2002）『証券投資信託50年史』同協会。  
杉浦勢之（2000a）「1965年の証券危機」伊藤正直ほか編『金融危機と革新』日本経済評論社。  
杉浦勢之（2000b）「4社体制確立過程における証券金融問題」『青山経済論集』第51巻4号。  
杉浦勢之（2002）「日本の経済成長と産業資金供給」青山学院大学総合研究所編『ファイナンスとファンデメンタルズ』同研究所。  
短資協会（1966）『短資七十年史』短資協会。  
東京証券取引所（1961）『東京証券取引所10年史 年表・諸表』同取引所。  
東京証券取引所（1970）『東京証券取引所20年史 規則・統計編』同取引所。  
東京証券取引所（2002）『東京証券取引所50年史』同取引所。  
投資信託協会（2002）『投資信託50年史』概況編，同協会。  
中島将隆（1977）『日本の国債管理政策』東洋経済新報社。  
日本銀行（1986）『日本銀行百年史』第6巻。  
橋本寿朗（1999a）「証券会社の経営破綻と間接金融・長期雇用システム——1965年証券恐慌と山一証券」『証券経済研究』第19号。  
橋本寿朗（1999b）「山一証券の経営破綻と銀行管理下の再建——1965年証券恐慌と山一証券」『証券経済研究』第21号。  
二上季代司（1990）『日本の証券会社経営』東洋経済新報社。  
Kindleberger, C. P. (1978) *Manias, Panics and Crashes: A history of financial crises*, John Wiley & Sons, Inc. (吉野俊彦ほか訳 (2004) 『熱狂、恐慌、崩壊——金融恐慌の歴史』日本経済新聞社)。  
Minsky, H. P. (1986) *Stabilizing an unstable Economy*, Yale University Press (吉野紀ほか訳 (1989) 『金融不安定性の経済学』多賀出版)。

## 《SUMMARY》

REFORM IN THE INSTITUTION OF THE SECURITIES INVESTMENT  
TRUST FOR MASS INVESTORS IN THE FIRST HALF OF THE  
RAPID GROWTH ERA: IT'S CONTENTS AND RESULTS

*By* KEISHI SHIRATORI

This article is an attempt to analyze the relationship between the reform in the institution of securities investment trust and the leading the non-deficit deposit-oriented mass into the security market from the latter half of 1950s to the 1965 crisis. The main conclusion of the article is the following point.

The security market was made more unstable than before by the reform by the MOF in the institution of the securities investment trust by introducing the higher risks and higher returns-oriented 'open-type' to lead the lower risk-oriented mass into the security market in the late 1950s. The impact of the 'open-type' on the financial and security market was as large as that of the 'unit-type', which has been pointed out hitherto as the most important factor in the 1965 security crisis.

(Tohoku Gakuin University)