

高度成長前半期における証券市場  
—「金融正常化」・貿易為替自由化・大衆化とその帰結—

白鳥 圭志  
(東北学院大学経済学部)

Jul 2006

No.33

高度成長前半期における証券市場  
—「金融正常化」・貿易為替自由化・大衆化とその帰結—

白鳥圭志

はじめに

本稿は、1950年代後半から1965年前後までの時期における証券市場の動向を、当時、問題視されていた貿易為替自由化問題との関連も含む「金融正常化」に基づく政策的措置との関係から検討し、その特徴を明らかにすることを課題とする。

1950年代後半から60年代前半にかけての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、ならびに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（いわゆる「金融正常化」）は良く知られている<sup>1</sup>。当然のことながら、証券市場に関する当局者も、この議論に重要な影響を受けていた<sup>2</sup>。この時期の証券市場については、最近の研究により、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が崩れることにより、投資信託の動向を中心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らかにされている<sup>3</sup>。さらに、関連研究として、このような市場動向の中で、倒産に追い込まれた山一証券に関する経営史的研究も進められた<sup>4</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、杉浦勢之氏が62年9月以降の日本銀行の「新金融調節方式」導入と証券市場およびコール市場などの関連市場の状況悪化との関係について言及している程度であり<sup>5</sup>、十分な検討がされていない<sup>6</sup>。

---

※本稿は準備段階の未定稿である。著者に無断での引用はご遠慮されたい。なお、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。

<sup>1</sup> 大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27-48年度』第9巻、第35章、99～146・185～214頁。

<sup>2</sup> 大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27-48年度』第10巻、581頁以下。なお、同書では、本稿の課題は未検討である。

<sup>3</sup> 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（「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、2000年、289～335頁；「日本の経済成長と産業資金供給」、『ファイナンスとファンデメンタルズ』、青山学院大学総合研究所、2002年3月、123～189頁；東京証券取引所編『東京証券取引所50年史』、同取引所、2002年、第2章（杉浦氏執筆）。

<sup>4</sup> 橋本寿朗「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、1999年5月；同「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、1999年9月。また、山一救済の政治過程分析として、草野厚『山一証券破綻と危機管理』、朝日新聞社、1998年も参照。

<sup>5</sup> 「日本の経済成長と産業資金供給」、143頁。

<sup>6</sup> なお、関連して、日本銀行側の見解として『日本銀行百年史』第6巻、1986年、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

さらに、後述のように、当該期における「金融正常化」の重要焦点のひとつは、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。56年上期の時点で日本企業の自己資本比率は40%程度に過ぎなかった。この比率は英米の6割台に対して低位であり、その改善・向上が求められていた<sup>7</sup>。このような政策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>8</sup>個人＝大衆投資家の証券市場への誘導であった。当時、これらの諸点が問題にされていたが、大衆投資家の行動様式については、その重要性にもかかわらず、未検討のままのこされた<sup>9</sup>。また、大衆誘導の手段としての投信についても、65年に大量償還が発生し、同年の証券危機の主要要因になったユニット型の動向に偏っている問題が残っている。証券市場や関連諸市場の動向については、基本的に先行研究に依拠するものの、これらの諸点の検討を通じた政策的措置とその帰結の特質の把握が、本稿における第一の課題となる。

次に検討するのは、資本自由化・貿易自由化・IMF8条国入り問題との関連の検討である。この点については、既に杉浦勢之氏が、1965年の証券危機の際に大規模な救済が実施された背景として、この問題との関連を指摘している<sup>10</sup>。この点は重要であるが、本問題と証券市場との関連は、65年危機以前の比較的早い段階で現れていた。先進国入りを巡る問題が当該期の証券市場の動向に与えた影響は、これまでの研究では、杉浦氏の指摘のほか、持合進展の契機として指摘されるのみである<sup>11</sup>。これ以外の関連を明らかにすることを、本稿における第二の課題としたい。

以上の問題の検討を通じて、1950年代後半から60年代半ばにかけての証券市場の特質を明らかにしたい。

## 1. 神武景気前後のオーバー・ローン緩和と起債自由化問題

### (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

ドッジ・ラインにより相場が急落した株式市場は、その後、市場対策としての投資信託の導入、および証券金融の拡充により回復を見せる。その後、54年不況を経て神武景気期へと入ってゆく。そこでの変化として、まず、重要なのは、55～57年に都市銀行・地方銀行の預貸率が7割台から8割台前半に低下したことに見られるように、オーバー・ローンが緩和したことである<sup>12</sup>。さらに重要な点として指摘しなければならないことは、同じ時期

---

は本稿の検討課題は未検討である。

<sup>7</sup> 以下、大衆投資家の所有比率も含めて、『日本証券史資料』戦後編第7巻、765頁。

<sup>8</sup> 以下、個人投資家の比重は、『昭和財政史 終戦から講和まで』第19巻、東洋経済新報社、1978年、608～609頁。ただし、投信+「個人その他」で算出。

<sup>9</sup> 『東京証券取引所50年史』、第2章や志村嘉一監修『日本公社債市場史』、東京大学出版会、1980年、209～265頁でも、この点は未検討である。

<sup>10</sup> 「1965年の証券危機」、320～322頁。

<sup>11</sup> 例えば、岡崎哲二「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、1992年、308頁。

<sup>12</sup> 株式・社債の発行状況も含めて『昭和財政史 終戦から講和まで』第19巻より算出。

において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（103,519 百万円→103,776 百万円）が見られた点である<sup>13</sup>。

このような状況の中で、政府を中心に公社債市場再開への動きが顕在化する。既に 55 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 月には大蔵省が起債懇談会の運用を改定する考えをもっていることが、同 12 月に日本銀行が起債懇談会の解散を表明したことがそれぞれ新聞紙上で報道された<sup>14</sup>。これを受ける形で同 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」を公表していた。以上から、この時期に市場再開の動きが本格化したと判断される。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、ならびに流通市場の育成であった。

この問題については、既に 56 年 4 月の段階で、新木日本銀行総裁が、再開したばかりの社債売買市場における流動性の高上を理由に、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>15</sup>。さらに、同年 6 月には利回りに一定の幅を設けるという条件つきではあるが、社債発行の自由化を認める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、新木総裁の記者会見での発言にもあるように、「金融の正常化に応じて現在の売オペレーションを公開市場政策に是正」するという目的があった。日本銀行は、都市銀行を中心とする貸出緩和に応じて、これを基盤に公開市場操作の実施基盤の形成を考えた。また、上記東京証券業界会長名文章では個人消化と流通市場育成の何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ていた。大蔵省も、55 年 7 月 18 日付けで発表された理財局経済課長名の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、如何にして個人投資家を市場に誘導するのが問題にされたのである。

しかしながら、58 年になり貸出増加に伴い都市銀行の預貸率が上昇に転じたが（前掲表 2）、この状況の中で同年 2 月 11 日に山際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を進めることを表明し<sup>16</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、同 18 日の閣議で一万田蔵相もオーバー・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・固定化した、その是正策として地方銀行の余裕金により金融債・事業債を消化し、これで資金調達した企業が都市銀行に借入金を返済することを通じて、日銀借入の返済も含む「金融正常化」を図ることが望ましいことが論じられた。ここに来て「金融正常化」の実施基盤として、70% 台後半から 80% 台前半までに預貸率の低下が進展し、余裕資金が増加した地方銀行が着目

<sup>13</sup> この点は、杉浦「日本の経済成長と産業金融」、144～149 頁で既に指摘されている。

<sup>14</sup> 以下、『日本証券史資料』戦後編第 7 巻、192～196・237～238 頁。

<sup>15</sup> 以下の引用も含めて、『日本証券史資料』戦後編第 7 巻、201～202 頁。

<sup>16</sup> 以下、山際、一万田の発言は、『日本証券史資料』戦後編第 7 巻、215～217・220 頁。

された。

このように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) 地方銀行・個人投資家の市場誘導策とその挫折

ここでは地方銀行・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 55 年 2 月時点で、社債を消化した場合の資金固定化を回避するために、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いう対応案を提出したことが報道された<sup>17</sup>。さらに、58 年 7 月になると<sup>18</sup>、社債関係者の出資によりプール機関を設置して、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できるようにすること、ならびに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）を行うとの育成策を、日本銀行政策委員会に提出したことが報道された。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」、ならびに「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、社債は換金が困難であり、担保面でも掛目による制約があるためにその消化が阻害されていることを論じつつも、「最近地方銀行筋でも余裕資金を利用して社債の商家に当てようとする動きがあり、注目すべき現象ではある」と論じており<sup>19</sup>、報道されているような問題点や地方銀行側の動きを指摘していた。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恐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 年までコール・ローン総額の年間平均シェアが 17～20% 台前半で推移したことに見られるように<sup>20</sup>、年間を通じて季節変動に左右されないという意味で、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。つまり、地方銀行の余裕資金が社債消化に向かうことはなかった。

同時に並行する形で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、先に引用した羽柴執筆の史料では、銀行など金融機関の資金固定化を回避するためにも、流通市場の形成が必要であることが論じられる。その担い手として、個人投資家が着

<sup>17</sup> 『産業経済新聞』1955 年 2 月 18 日。

<sup>18</sup> 『日本経済新聞』1958 年 7 月 17 日、『日本証券史資料』戦後編第 7 巻、220 頁。

<sup>19</sup> 「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（『日本証券史資料』戦後編第 7 巻、241 頁）。

<sup>20</sup> 短資協会編『短資七十年史』、同協会、1966 年、付録統計より作成。なお、56～64 年の各年についての 1 年 12 ヶ月の変動係数を見ると、62 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。

目される。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>21</sup>。さらに同様の主張は、58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55年中平均の1%から58年中平均の2.53%への利率高騰<sup>22</sup>を背景に実現せず、地方銀行の余裕資金の殆どは、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豊富化が<sup>23</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て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>24</sup>、起債条件については、「政策的要請から発行者側の資金コストが重視されてきた関係で、とにかく実勢利廻りを下廻る傾向を有し、又最近のコール・レートが異常高を示す関係上、これを大幅に下廻る状態である」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>25</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の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ていた。

関連して、次に検討するのは、大衆投資家の市場誘導である。1956年10月に実施された調査によれば<sup>26</sup>、上場株式所有世帯の88.8%、投信所有世帯の63.6%が公社債をもっていないと回答していた。次に、その要因である。有価証券の中に公社債というものがあること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。とりわけ、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、この三者で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充分想定できる。このことを想起した時、公社債について認識している階層の少なさが理解できよう。なお、

---

<sup>21</sup> 『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、『日本証券史資料』戦後編第7巻、246～248頁）。

<sup>22</sup> 短資協会編『短資市場七十年史』、349～350頁より算出。

<sup>23</sup> 羽柴「社債の個人消化について」、243頁。

<sup>24</sup> 「起債市場の現状と今後の考え方（メモ）」、1959年8月6日、『日本証券史資料』戦後編第8巻、322頁。

<sup>25</sup> 「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、『日本証券史資料』戦後編第8巻、329頁。

<sup>26</sup> 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、『日本証券史資料』戦後編第7巻、465～533頁。

このような低い認識が生じた理由は、史料からは詳らかではない。ただし、配当本位か、値上がり本位かという質問に対して、投資家の 70.0%、非投資家の 31.4%が配当本位と回答していたほか、株式を全然持ったことがないと回答した世帯が 86.1%にも達していた。このことを踏まえたとき、それでなくても証券市場はアクセスが容易ではないことに加え、株式配当利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に結びついた要因と判断される。

このような状況では、地方銀行・個人投資家を公社債消化に誘導して、流通市場を形成することには相当な無理があることは容易に理解できよう。このことが地方資金や個人資金による社債引受を通じた企業の資本構成の是正＝「金融正常化」を阻んだ要因だった。この結果、既に指摘されているように、興銀を中心とする主要 8 行による起債統制が実施されることになった<sup>27</sup>。この意味で、もっぱら都市銀行・地方銀行を中心とする金融機関の資金ポジションの動向に着目して、「金融正常化」を推進しようとした大蔵省・日本銀行の政策姿勢には重大な限界が存在したのである。

## 2. 株式市場における「金融正常化」ーオープン型投資信託の導入

### (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「金融正常化」を推し進めてきた大蔵省などの政策当局は言うまでもなく、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>28</sup>でも「企業の自己資本を充実しオーバー・ボロウイングを是正する必要」性を主張されていることから確認される。この状況の中で、注目されたのが、投資信託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。日本証券業協会の上掲文書でも「証券投資信託は、現在全く新たな投資対象として、一般大衆の間に独自の分野を形成し、其性格は、これを社会的な面よりみれば、預貯金と同様資本の蓄積に貢献し、公社債又は株式を通じて、産業資金調達の重要な役割を果たしている」ー中略ー「証券投資信託の果たす役割は愈々重大になると考えられる」ことが論じられており、このことが確認される。このような業界側の要望が出される直前の 55 年 2 月に、大蔵省がオープン型投資信託を育成する方向で証券投資信託法を改正することが報道された<sup>29</sup>。実際、大蔵省理財局証券課長岸本好男もこの方向で法改正が実施されたと論じており<sup>30</sup>、大蔵省も、業界同様、証券投資信託をオープン型重視の方向に導くことで大衆資金を市場に誘導し、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、ユニット型が中心であった現行制度にはどのような問題があったのであろう

<sup>27</sup> 志村監修『日本公社債市場史』、209～265 頁。

<sup>28</sup> 『日本証券史資料』戦後編第 7 巻、350 頁。

<sup>29</sup> 『日本経済新聞』、1955 年 2 月 8 日（『日本証券史資料』戦後編第 7 巻、349～350 頁）。

<sup>30</sup> 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」、『日本証券史資料』戦後編第 7 巻、355～358 頁）。

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多数のユニットに分かれること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、これを追加による増加させられないこと、④受益証券の募集・売出の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り各種弊害があることを論じている。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。とりわけ、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ることにより、投信購入者からすれば、投資資金の追加・解約が容易にすることを意味する。これらの意味で、とりわけ、大衆投資家の利便性が向上することは容易に読み取れよう。ユニット型も残存するから、オープン型の導入は投資家の選択肢が広がることも意味する。このような利便性向上を通じて、大衆を株式市場に呼び込む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を埋めた上で、収益を分配しなければいけないという規定を改めて、評価損のあるなしにかかわらず、配当・利子・売買益からの収益の1/2を投資家に分配できる方向に改める方針であることが報道された<sup>31</sup>。この報道の後、同年12月12日付けで「蔵理第一二七三一号 追加型証券投資信託について」という通達が出された<sup>32</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、有価証券売買益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（組入る有価証券のうち、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（組入る有価証券のうち、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」（傍点一引用者）ことが規定された。

本引用のうち、条項（ロ）の場合は現行どおりであるが、傍点部分に見られるように、条項（イ）の場合には、損失を全額補てんすることなく、収益を投資家への分配金に充当することが認められた。条項（イ）の場合、損失が大きくなればなるほど未補填額が膨張し、しかも収益金は投資家への分配金として外部リークしているから、元本割れのリスクがより一層高まることになる。このことは、新聞報道の表現を借りれば「『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>33</sup>ことになる。

このように、56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、リターン面での誘引を強化した。オープン型投信の育成を通じて、大衆投資家を株式市場に誘導することを狙った。ただし、本制度の導入はリスクを強化することで、投資家

<sup>31</sup> 『日本経済新聞』、1956年9月13日（『日本証券史資料』戦後編第7巻、377～378頁）。

<sup>32</sup> 『日本証券史資料』戦後編第7巻、380頁。

<sup>33</sup> 『日本経済新聞』、1956年9月13日（『日本証券史資料』戦後編第7巻、378頁）。

の行動を不安定化する側面があったことにも注意を促したい。

## (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、投資信託の市場動向を概観した上で、投資家によるオープン型投資信託の受容要因を検討する。まず、表 1 には、商品別の投資信託の投資動向を示した。これによれば、54 年には構成比 0%であったオープン型は、制度改正がされた 59 年以降、とりわけ、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>34</sup>、62 年には株式投信全体の 36%にまで達する。しかし、その後、比率は急低下し、65 年には 6.6%にまで下落する。解約元本額の構成比を見ると、62 年から 64 年まで株式投信全体の 40~50%を占める。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%台前半を占めるに至るものの、その後、下落に転じて、65 年には 2 割台前半にまで低下する。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変動の激しさの理由である。表 2 には株式投資信託の収益状況を示した。これによれば、統計的には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のそれに比べて大きい。また、純資産額の変動係数は、オープン型のそれ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>35</sup>、後者は前者の 2 倍以上にも達していた。このことは、前述の 56 年 9 月の大蔵省によるオープン型投信に関する制度改革の内容が実際に反映して、分配率はユニット型に対して高まり、収益のうち評価損補填にまわされる部分が少なくなる分、純資産額の変動リスクが大きくなったことを意味する。この意味で、先に引用した史料の表現を用いれば、「貯蓄的性格」を緩和して「投資的性格」＝評価損発生リスク強めたものであった。

この点を踏まえて、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 56 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>36</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ものが実に 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ものは 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「いわんや投資信託のもついろいろな特色、利点を理解している人はこの割合（認知者中の 1 口金額を分かる人の割合。43.8%—引用者）を遥

<sup>34</sup> 杉浦勢之「4 社体制確立過程における証券金融問題—戦後証券市場の展開過程」、『青山経済論集』第 51 巻 4 号、2000 年 3 月。

<sup>35</sup> 証券投資信託協会『証券投資信託 20 年史』、同協会、1975 年、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。

<sup>36</sup> 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。

かに下回ると考えられる」としている。ここに見られるように、大衆投資家に対する投資信託商品に関する知識の普及度は極めて低位であった。ただし、株式との対比でいえば、投資信託は「生活程度の高低による所有率」の差が大きくなり、「大衆性が立証されている」。この意味で、知識の普及度の低さにもかかわらず、有価証券の中では大衆性が強かった。そこで問題になるのは、このような状況であるにもかかわらず、オープン型投資信託を中心に投資信託が急激に増加した理由である。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、その要因に接近しよう。先に見たように、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割の値を示していた。そして、前述のように、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ていた。

この点を踏まえた場合、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よう。投資信託は、具体的な投資内容を公開していない金融商品であり、購入者は具体的な投資対象銘柄の具体的な内容はもちろん、その評価益・評価損の金額は分からない。このような情報の非対称性が存在する中で、投信が挙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、投資信託という商品は、投資家が相対的に選好しないキャピタル・ゲインを、より投資家が選好する配当（キャピタル・プロフィット）に転換する機能をもつ。このことは、投資信託が、キャピタル・ゲインに強く依存しているにもかかわらず、これを配当という大衆が受容しやすい外観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するから、より一層の誘引を投資家に付与する。また、オープン型は、上述のように、投資家の利便性を向上している。このような理由で、大衆投資家を中心に投信が急速に受容されていったと推定される。

もっとも、投信の普及は、オープン型投信を中心とする投資信託の増加のみをもたらす側面のみを持っていたわけではないことにも留意する必要がある。つまり、投信購入後、株式に関心をも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。しかし、この時期は損失が殆ど発生しない株価の上昇局面であるから、このような時期であるにもかかわらず、投信購入を契機に新たに3割もの人間が株式に関心をもつようになったことは驚きである。このような株式への関心向上を通じて、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。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。この点には留意すべきである。

### (3) 制度改革の帰結—株式市場の過熱と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月まで株価は高い水準で推移することになる<sup>37</sup>。この

<sup>37</sup> この間の市場動向についての詳細は、杉浦「日本の経済成長と産業資金供給」、128～143

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>38</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する。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するという状況から、58 年から 60 年にかけての 70%代半ばから 80%台半ばまでにその比重が急増した。このことに見られるように、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ていた。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であるとされるから<sup>39</sup>、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ものと判断される。

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。58 年 3 月以降の銀行からの貸出額合計は、もっとも高い値を示す 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）且つ硬直的である（大蔵省の要認可事項）」とのことであるから、コール・レート（「最高日歩二銭三厘」<sup>40</sup>）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ものである」ことを踏まえた時、銀行貸出ルートを通じた証券市場の管理の弛緩を意味する。

このような管理不能な状況を端的に表したのが、59 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 日付けで現行の 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け目を現行の 65%から 50%に引き下げる措置を講じた<sup>41</sup>。本措置は大蔵大臣の談話にもあるように、投機抑制を目的とするものであった。しかしながら、上述のように、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、本ルートを通じて市場加熱を抑制することはできなかった。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%、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>42</sup>、自己取引を中心とする「信用取引の過

---

頁による。

<sup>38</sup> 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、『日本証券史資料』戦後編第 8 巻、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関しても同様。

<sup>39</sup> 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、『日本証券史資料』戦後編第 8 巻、427～頁：杉浦「1965 年の証券危機」。

<sup>40</sup> 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、『日本証券史資料』戦後編第 8 巻、411 頁。

<sup>41</sup> 「社発第八八号 貸借取引における貸借担保金率改定の件」、『日本証券史資料』戦後編第 8 巻、413～414 頁。

<sup>42</sup> 東京証券取引所『東京証券取引所 20 年史 規則・統計編』、同取引所、1970 年、373 頁。

度の利用による人気化や投機化」<sup>43</sup>が活況を呈することになった。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。

ここに至り企業の資本構成是正という意味での「金融正常化」を図るべく、分配金規制を緩和するという、大蔵省によるオープン型投信の育成方針は、投信コール・運用預かり制度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生み出した。同時に、このことは、銀行→証券金融会社ルートを通じた、大蔵省当局による株式市場の管理能力を大きく削減することに帰結した。

### 3. 資本・貿易自由化を背景とする「金融正常化」路線の強化と証券市場の悪化

#### (1) 資本・貿易自由化による「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」とともに資本・貿易取引の自由化であったことは、既に指摘されている<sup>44</sup>。ここでは、先行研究では充分踏み込まれていなかった、資本・貿易自由化問題と「金融正常化」路線との関係、ならびに両者の関係が証券市場に与えた影響とその対応について検討する。

50年代後半以降、好調だった株式相場は、東証一部の平均値で61年の年中平均1548.94をピークに、62年には1419.44、64年8月には月中平均1288.71にまで下落した<sup>45</sup>。このような動向をもたらした重要な要因のひとつとして、市場機能を重視した日本銀行の「新金融調節方針」があったことが既に指摘されている<sup>46</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」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その手続きを定めて「債券買入および売戻手続き」の決定、ならびに債権オペや公定歩合操作による調節を柱としていた。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>47</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。そこで山際は60年に入り貿易為替の自由化が本格化したことを論じた上で、「かような情勢のなかで、今後金融政策の衝に当たるものの責任は、いよいよ重大であることを痛感している次第であります。

---

43 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、『日本証券史資料』戦後編第8巻、418頁。

44 杉浦「1965年の証券危機」、322頁。

45 『日本証券史資料』戦後編第9巻、167頁。

46 杉浦「日本の経済成長と産業資金供給」、143頁。「新金融調節方式」の内容は『日本銀行百年史』第6巻、103頁以下。

47 この点は『昭和財政史 昭和27～48年度』第9巻、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。

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は、西欧における戦後の自由化の歩みの歴史に徴しても明らかなことであります。これに関連して、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つて参りました<sup>48</sup> (傍点—引用者) と述べた。また、同様な発言は、IMF8 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>49</sup>。「新金融調整方式」の目的には<sup>50</sup>、「中央銀行の金融調節手段としてはできるだけ市場メカニズムにそつた方式をとるのが好ましい」という「基本的金融政策観」があつたほか、それまで消極的であつ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つたとされる。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」を早期に達成することが目的であつた。山際総裁の発言や日本銀行内部での政策路線を踏まえたとき、貿易為替自由化の本格化への対応として「金融正常化」路線が強化され、その一環として「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たのである。

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ワクの一部解除等の措置が相次いで講じられ<sup>51</sup>」た<sup>51</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てのこ入れであるという意味で、銀行依存を深化させるものであつた。これとともに、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・撤廃に見られるように、市場における投機制約を緩和することで市況回復を図ることも目的としていた。この意味で市場の不安定性を増大させるものであつた。

このほか、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、株式需給の調整を図る措置が講じられた<sup>52</sup>。この結果、61 年 11 月 13 日には同年度第 4 四半期に増資申込期日が到来予定となつていた、八幡製鉄・富士製鉄・東京芝浦電気の三社への申込期日の 2 ヶ月繰り延べが要請された<sup>53</sup>。さらに、田中蔵相から、これ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

48 「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、『日本証券史資料』戦後編第 8 巻、1024 頁。

49 「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、『日本証券史資料』戦後編第 8 巻、1045 頁。

50 日本銀行『日本銀行百年史』第 6 巻、同行、1986 年、97~104 頁。

51 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、『日本証券史資料』戦後編第 8 巻、97 頁。

52 「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、『日本証券史資料』戦後編第 8 巻、98~99 頁。

53 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、『日本証券史資料』戦後編第 8 巻、99 頁。

らの諸措置は企業の資本構成を是正する措置である増資払込を延期するものであるから、「企業の増資を促進してその自己資本を充実させることは、貿易為替の自由化をひかえてわが国経済の当面する緊急の課題である」<sup>54</sup>という問題と背反する。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、貿易為替自由化対策としての「金融正常化」策＝新金融調節方式は、対策として必要な大衆の証券市場への誘導も含む企業の資本構成と背反した。

このような意味で、貿易為替自由化問題は政策当局の「金融正常化」路線を強化する側面を有していた。しかし、本問題がこの路線を強化したことは、企業の資本構成の是正、大衆の市場誘導を通じた証券市場の育成という実態面での「金融正常化」の実現を却って遠ざけることになった。このほか、社債流通市場の形成面でも<sup>55</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することになった。この意味で「金融正常化」政策が、それ自身が「非正常」とする日銀信用への依存深化をもたらすことに帰結したのである。

## (2) 公社債投信拡大の挫折

1961年の公社債投信の導入が、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ことなったこと、さらに証券業界がとりわけ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、販売当初は金額が急増した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こと、その意味で1965年証券危機の歴史的な前提条件のひとつとなった<sup>56</sup>。以上は先行研究により既に明らかにされている。ここでは先行研究において未検討であった、公社債投信の導入要因を補足検討する。

公社債投信販売開始後、一ヶ月経過した2月になると、政策当局から関連する発言が見られるようになる。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買いオペは感心できない」と語り<sup>57</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。前述のように、日本銀行は、貿易為替自由化を睨んで、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。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の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正常化していくには自己資本充実の市場を本格的に育成することが必要である。そのためには社債の個人消化がふえ、また公社債投信が拡大するのは決して悪いことではない」と述べ、「金融正常化」実現の観点からも公社債投信の拡

<sup>54</sup> 大蔵省（推定）「最近における証券業界の主要問題（メモ）」、98頁。

<sup>55</sup> 志村編『日本公社債市場史』、261～262頁。

<sup>56</sup> 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「1965年の証券危機」、299～306頁、表9-2。

<sup>57</sup> 『日本証券史資料』戦後編第8巻、496頁。

大を通じた社債市場の育成が必要であることを論じた<sup>58</sup>。その上で、銀行界からの反発については、「特に長期資金の調達の場合を広げるために公社債投信はむしろ当然のことであり、政府としては社債金利を含め長期的な長期資金に関するプログラムをはっきりさせるべきだと思う。事務当局にもこれについて早急に検討を進めるように指示した」と論じて、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、「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という点ではスタンスは違っていた。日本銀行は「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ていた。しかし、61年4月になると大蔵省は運用基準を改定し<sup>59</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」投信を、「起債市場のテコ入れ」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月にはこれをそれぞれ40%・40%・20%、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。しかしながら、「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を阻止することが、上記の措置の目的であったとされる。しかし、日本銀行による「新金融調節方式」導入以降、株式市場が悪化する中で解約額は増加し、1961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>60</sup>、評価損こそは出ていなかったにしても<sup>61</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のである。

その結果、公社債投信組み入れ公社債額の公社債市場における比率は<sup>62</sup>、61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

---

<sup>58</sup> 「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（『日本証券史資料』戦後編第8巻、496頁）。

<sup>59</sup> 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『証券外史』、東洋経済新報社、252～254頁。なお、これらは杉浦「1965年の証券危機」、299～301頁でも指摘されているが、「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。

<sup>60</sup> 東京証券業協会「証券貯蓄の調査レポート」、1961年10月実施、『日本証券史資料』戦後編第8巻、670頁。なお、同調査は全国規模の調査であるが、標本抽出の方法は残念ながら不明である。

<sup>61</sup> 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20年史』の付録統計による）。

<sup>62</sup> 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」による。

り、変動はあるものの、同じく低下傾向にあったことは否めない。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にも動きが出てくる。1月31日の定例記者会見で<sup>63</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ものの、「財政収支の揚げ超対策という範囲をこえないもので、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の対象にすることを考えていると発言した。同じ時期に大蔵省側は「公社債投資信託について」<sup>64</sup>という資料を作成している。これによれば、まず、最初に国民の零細貯蓄資金を用いて起債量の拡大を図ることが発行目的であるとしているが、上述の金融動向の変化に伴い、公社債流通市場の欠落とも相俟って、募集低下、証券会社による買取や解約が増加したことを指摘している。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公社債の流動化（資金化）を図ること」が必要であることを論じた。山際日銀総裁が、大蔵省とも相談していると述べたことから、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けてのものと判断してよからう。以上を踏まえて、上述のように、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する。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ており<sup>65</sup>、証券業界からもこの点に関して強い要求をもっていたことも指摘する必要があるだろう。

このように、貿易為替自由化に伴う「金融正常化」路線の強化は、政策当局内や銀行業界・証券業界の間での利害の対立を孕みつつ実施された。その帰結としての証券市場の状況悪化は、制限つきとはいえ、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。さらに、既に明らかにされていることではあるが<sup>66</sup>、一時的とはいえ、公社債投信導入に伴う大衆資金の流入・流失が、証券会社による金融債の投売りを通じて、主として大衆投資家を基盤としていた割引金融債の消化難を惹起するとともに、興長銀に証券会社の支配の必要性を強く自覚せしめたことも付け加えておきたい。

### (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

---

<sup>63</sup> 「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（『日本証券史資料』戦後編第8巻、547頁）。

<sup>64</sup> 『日本証券史資料』戦後編第8巻、547～549頁。

<sup>65</sup> 「投資信託組入公社債の流動化についての要望」、1962年10月24日、『日本証券史資料』戦後編第8巻、558～559頁。

<sup>66</sup> 杉浦「1965年の証券危機」、310～316頁。

このような貿易為替自由化を契機とする「金融正常化」路線の強化に加えて、63年の米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より<sup>67</sup>、周知のように、投資信託は縮小を余儀なくされる。投信の動向については、既に投信全体の動向とともに、65年にユニット型の大量償還が発生することが、65年の証券危機の要因であることが既に明らかにされている<sup>68</sup>。ここでは、商品種類別に検討することで、危機の要因としてユニット型の動向を強調する見解を再検討する。

種類別の投信の動向は、前掲表2に示したとおりであり、ユニット型も63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%にまで急低下する。また、オープン型も設定元本額は64年に理由は不明であるが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%にまで激減している。これに対して、解約元本額は61年に25千億円に過ぎなかったものが、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、113千億円と極めて高い水準で推移する。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%にまで激減する。とりわけて、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おり、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、とりわけオープン型の分配率の低落振りは目を覆うものであった<sup>69</sup>。ここから株式相場下落とこれに伴う分配率の低下に、60年前後にオープン型を中心に投信を購入した大衆投資家は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。この点について表3を用いて検討する。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%にまで達していた。それが、65年には7.2%にまで半減している。株式市場残高の1割を超える存在であったものが半減したことからも、投信全体の縮小は株式市場に重大な影響を与えたと判断される。続いて、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%減少している。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%とほぼ半減している。両者の減少率の大きさから見

<sup>67</sup> 杉浦「1965年の証券危機」、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。

<sup>68</sup> 杉浦「日本の経済成長」、175～182頁。

<sup>69</sup> 『証券投資信託20年史』、46～47・56頁。なお、62年末のオープン型分配率は、当年度中の新規設定・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。

て、通説どおりユニット型を中心にして株式市場に対して大きな影響を与えたと言えよう。

しかし、果たして通説を無条件に首肯することはできるのでしょうか。この点を検討するために、投資信託の変動のコール市場に対する影響を検討する。まず、投信全体としてみると、60年に市場全体に占める比率が22%とピークに達する。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過ぎない。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%とピークを迎えたあと、62年から64年にかけて11%から9%に下落し、65年には15%弱にまで回復する。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割を占めるに至る。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%とほぼ半分を占めるに至る。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%にまで減少する。また、コール市場全体に対するシェアも2.7%にまで低下する。また、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ていることも、無視し得ない構成比をも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ていた60・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4割程度を占めており、その後、これが急激に縮小している。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262億円もの減少を示し投信コール収縮の重要要因であった<sup>70</sup>。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るものであった。そして、投信コールの多くが、いわゆる「紐付きコール」であったために<sup>71</sup>、短資市場の動向を左右する存在となったことに加えて、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もったことを想起した場合、オープン型投信のコール運用の動向が証券市場に与えた影響は重大であった<sup>72</sup>。このほか、64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%と過半を占めており、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恐れがあった。このことは、中山素平が日証金は「全金融界、つまり都市銀行も地方銀行も生保も証券会社も、あげて応援している株式会社です」と述べているように、すべての業態の金融機関が株価対策に利害関心をもっていたことから確認される。この意味

---

<sup>70</sup> 表3より算出。

<sup>71</sup> 杉浦「1965年の証券危機」、316～322頁。

<sup>72</sup> このほか、64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『短資七十年』、付録統計より算出。このことは、中山素平の発言は『日本証券史資料』戦後編第10巻、21頁。

でも証券市場の与える影響は重大であった。

この点を踏まえたとき、65年のユニット型投信の大量償還を重視する見解は、株式への直接的投資額の動向から見て、それ自体は完全に間違いとは言えないものの、オープン型投信の資金運用動向を過小評価していると言わねばなるまい。60年代前半における証券市場、およびこれと密接な関係をもつコール市場の不安定化に、オープン型投信の動向は重要な影響を与えた。これがユニット型の大量償還が生じる65年に、そのロール・オーバーを妨げ、ひいては証券危機を激化させる無視し得ない要因であったと言えよう。

### (3) 市況悪化と証券市場対策—間接部門の影響力増大

以上の市況悪化を踏まえて、61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>73</sup>。主要なもののみをあげれば、同年10月に省令を改正し、委託保証金率を60%から50%に引下げ、代用有価証券60%から70%への引き上げ、株式投信設定枠。コール運用枠の撤廃を実施したのを皮切りに、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30億円分の買い上げを決定し、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%に引き下げたほか、60億円の公社債担保金融の実施を決定したほか、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>74</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ることはできなかった。このような状況の中で、64年1月10日になると、株式買い上げ機関として日本共同証券の設立が発表される。ここでは日本共同証券設立過程の特徴を検討する。この点に関しては、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>75</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、「これを見返りとして金融機関から四～五〇〇億円程度の融資を予定する」とされていた。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、この点を踏まえた場合、買取機関の資金の殆どは銀行依存を考えていたと言えよう。また、別の史料によれば<sup>76</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

<sup>73</sup> 以下での市場対策は、大蔵省「政府の株価振興対策」、『日本証券史資料』戦後編第9巻、202～203頁。

<sup>74</sup> 杉浦「日本の経済成長」、144～149頁。

<sup>75</sup> 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、『日本証券史資料』戦後編第9巻、205頁。

<sup>76</sup> 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、『日本証券史資料』戦後編第9巻、205～206頁。

らも、危険分担率は大手四社が 6 割、その他が 4 割とされ、リスク負担は大手四社を中心に行なうとされた。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>77</sup> によれば、「プール機関＝買上機関については、あくまで公的なものでなくてはならないであろう。従つてその性格を法人税免税の特殊会社とし、その運営については官一民一体となった非営利的な機関とせねばならぬであろう」とあり、かなり公的性格の強いものに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証券からも提案されており<sup>78</sup>、また、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>79</sup> という最終案でも、日証金経由で日本銀行に特別融通を求めることが決議されていた。ここから、このような議論は証券業界では有力な意見のひとつであったと判断される。

この点を踏まえて、金融債の消化面で証券市場の動向につよい利害をもっていた<sup>80</sup> 興銀の中山素平ほか 9 名を發起人に 64 年 1 月 20 日に日本共同証券が設立され、活動を開始した。同社の資金調達状況を見ると<sup>81</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% 程度を占めるに過ぎず、しかも、日銀からの調達は同年 12 月になってはじめて実施される。さらに 65 年になってからも日銀からの融資は増額・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、証券危機が激化する以前には、基本的に市中資金に依存する形で資金調達を行い、危機激化以降、日本銀行からの資金供給に強く依存するようになった。次に、同社による市場介入の効果であるが、史料の制約上、64 年 3 月・4 月中のもののみを検討する<sup>82</sup>。同社は、この 2 ヶ月間に 13 回にわたる買い出動を行なった。その中心は大手 4 社、投信 10 社であり、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、これを含めると 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僅かに 3 回に過ぎない。この点に見られるように、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とが判明する。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、介入の効果が見られたと判断される。しかし、このような介入にも限界があり<sup>83</sup>、65 年 7 月以降、特に 9 月以降になると、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、市況は悪化の一途を辿った。

77 『日本証券史資料』戦後編第 9 巻、206～207 頁。

78 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、『日本証券史資料』戦後編第 9 巻、210 頁。

79 『日本証券史資料』戦後編第 9 巻、216 頁。

80 杉浦「1965 年の証券危機」。

81 『日本銀行百年史』第 6 巻、140 頁より算出。

82 『日本銀行百年史』第 6 巻、表 3-3（137 頁）。

83 以下、日本銀行の救済資金供給も含めて、『日本銀行百年史』第 6 巻、141～142 頁。

このような状況を受けて、65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>84</sup>。同社は1965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（内証券本業分は計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。投資信託が大半を占めることから、投信対策の側面が濃厚であったことが窺えよう。次に問題になるのは、買入れ資金の調達であるが、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な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、当社からほぼ全額日銀信用に依存した救済が実施された。

このような措置に加えて、周知の山一証券への特別融通もあって、65年8月以降、株式市場は回復に向かう。しかしながら、この過程で、証券市場の間接金融部門への依存は決定的になった。貿易為替自由化を契機に強化された「金融正常化」路線は、逆説的に、その改善を目標とした、日本銀行による信用供与も含む、間接金融部門の支配力をより一層強化することになったのである。

#### (4) 大衆投資家の投資姿勢の変化

最後に、60年代前半の証券不振、65年の証券危機後を通じた、大衆投資家の投資姿勢の変化について検討する。

まず、証券市場が不振に陥る前の59年4月の調査である<sup>85</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、「今後一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、株式投資を行なった人について、「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%をこえており、『『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割以上が満足しているとされた。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、「株式より比較的安全だから」との回答も3割あったというから、比較的风险が低位で、利回りがよかったことが、かかる回答の要因であると判断される。ここで注目すべきは、株式投資に対する不安を抱いている人の割合の変化である。56年10月調査時には二人に一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。この時期の証券市場の活況が、かかる結果をもたらしたのであろう。

次に、59年の調査とほぼ同様のサンプル抽出方法で行なわれた、64年7月の調査に基づ

---

<sup>84</sup> 以下、株価の動向、同社についての分析は、『日本銀行百年史』第6巻、149頁、とりわけ表3-6による。

<sup>85</sup> 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」、『日本証券史資料』戦後編第8巻、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。

き、証券不振下の大衆投資家の投資姿勢を検討する<sup>86</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、投信に対する不振を看取できる。投信について満足感をもっているものの比率は24%であり、約半数は「よかったとは思わない」と意見を述べた。この時期、前述のように投信は運用成績が悪かったから、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%に過ぎない。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、不満感をあらわした者の比率は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ている。また、61年以前と回答したものの比率は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年に手離したもののうち、株式投資をして「よかった」と回答したものの比率はほぼ4割に達しており、その後、20から30%に急落する。ここから、61年の株価暴落以前、とりわけ58・59年に株式を手離すことによりキャピタル・ゲインを得たものや、61年の株価下落と同時に危機感を感じて手離したもの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分かる。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。投信は同じく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は消極化の方向に変化したことを示している。

このような傾向は、65年の証券危機後の調査では明確になる<sup>87</sup>。まず、投信についてであるが、投信保有者に限定して、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。投信ないし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%）、特に保有者における不信ぶりは著しい。安定的運用と元本割れがあってもキャピタル・ゲイン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。前述のように、60年代になると、かなりの有価証券評価損が発生しており、運用が不安定化していた。このように、大衆投

<sup>86</sup> 東京証券業協会外九協会「証券貯蓄の調査レポート（第二回全国調査）」、1964年11月、『日本証券史資料』戦後編第9巻、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。

<sup>87</sup> 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、『日本証券史資料』戦後編第9巻、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。

資家が貯蓄志向を強める中で、これに反する多額の評価損発生が投信に対する不信が高まった理由であったと判断される。

株についても同様であり、「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ら」が2%・2%であり、株式ないし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%）、投信同様に保有者において不信感は著しい。

このように、調査方法などの相違は考慮する必要はあるものの、50年代後半から65年証券危機後にかけて、大衆投資家の投資姿勢は、年々、株式や投信への不信を高めていった。この意味で、大衆投資家の市場誘導を通じた、企業の資本構成の是正を含む「金融正常化」路線は実現の基盤を喪失したのである。

おわりに一貿易為替自由化・「金融正常化」・大衆化路線の帰結としての証券危機—

1950年代から60年代前半における金融政策上の重要課題はオーバー・ローン、オーバー・ボローイングの是正に象徴される「金融正常化」の実現であったが、この政策課題に証券市場の再編成は強い影響を受けた。まず、公社債市場においては、本路線に則って大衆の市場誘導や余裕資金が生じていた地方銀行を消化基盤とすることを前提に、起債統制の自由化が行なわれた。しかし、これは日本銀行が買いオペ対象化に消極的であったこと、公社債への認識を殆ど持たない大衆の市場誘導への挫折が流通市場形成を阻んだこともあって、結局、興銀ほか主要九行による事実上の市場管理に帰結した。さらに、株式市場においては、大衆の市場誘導＝企業の資本構成の是正をはかるべく、貯蓄商品的性格をより一層希薄化し、投資商品的性格を濃厚にするオープン型投資信託の制度改革が行われた。そもそも、投信という金融商品は、キャピタル・プロフィットのほか、キャピタル・ゲインの獲得をも運用目的としており、そこでの利益は分配金という形で購入者に配分される。それ故に、後者による利得を株式投資における配当と同様であるかのように擬制する。このために貯蓄志向（リスク回避志向）が強い大衆投資家が受容し易いという性格をもっていた。これに加えて、オープン型の場合、ユニット型に比べて追加投資が容易であるが故に、その利便性という点では銀行預金の近い性格を有していた。このようなオープン型の普及を政策的に推し進めた結果、それまでのユニット型のみならず、オープン型もかなり構成比を上げる形で、1957年から60年までの間に投信残高が急増する。この結果、この時期の投信・「個人その他」を中心とする大衆投資家の上場企業株式所有比率は5割台を維持することになる。この意味で、政策当局の方針は、一定程度、成功する様相を呈した。

しかしながら、とりわけオープン型による調達資金は、その運用面において株式のみならずコール市場でも無視しがたい比重を占め、なおかつ、投資商品的性格が強化されていた。それゆえに、61年の日本銀行の貿易為替自由化対策としての金利調節による市場管理

の強化＝「新金融調節方針」の影響を受けた。その結果、先行研究が指摘する「公社債投信の躓き」の問題も含めて、貯蓄志向の強く、かつ、投信購買を通じて市場動向への感応度を増していた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。このような大衆投資家による投資行動のスウィングの影響を受けて、株式市場のみならず証券会社が運用預かりを実施する資金面で強く依拠していた「紐付きコール」を中心にコール市場を急速に縮小・不安定化させ、ひいては株式市場をさらに悪化させた。それゆえに、興銀や都市銀行のみならず、コール資金の主要な供給先である地方銀行以下の業態も含めて、株価対策に重大な関心を持たざるを得ない状況まで生じた。

このような負の相乗効果が大衆投資家の投信不信を惹起することを通じて、直接的・間接的に株式市場の悪化に強い影響を与えることになり、ひいては65年に満期が来るユニット型のロール・オーバーの実現を困難にした。その結果、66年になると個人株主の所有株式比率は47.8%と5割を割り込み、大衆投資家の証券市場からの乖離は明確になる。この意味で、65年の証券危機の要因としてユニット型の大量償還のみを強調し、オープン型の動向との関係を看過した先行研究の議論には修正の必要があろう。その際、このような投信の動向とともに、それに強い影響を与えた60年以降の貿易資本自由化問題との関連も含む、「金融正常化」路線に基づく大衆化を中心とする、大蔵省・日本銀行の証券・金融政策のあり方との関係も考慮する必要がある点にも注意を促したい<sup>88</sup>。

最後に、貿易為替自由化との関係である。貿易為替自由化は「金融正常化」路線を強化することになったものの、それは、当初、考えられていた企業の資本構成の是正の反映としての資本市場中心のシステムの実現をもたらさなかった。上述のように、貿易為替自由化は日本銀行の政策措置の変化を媒介とする、大衆投資家の激しい投資行動のスウィングを誘発し、証券部門の脆弱性を顕在化させることを通じて、逆説的に、それが日本銀行の救済資金への依存も含む、周知の銀行部門による証券部門の支配力強化（中央銀行のベース・マネー供給の増大も含む）、周知の株式持合いという、いわゆる間接金融中心の日本型システムの強化に帰結した。このことは、証券危機が終息を見た65年12月から70年10月までの日本共同証券の株式売却総額の41.2%を農林中金・相互銀行・信用金庫などの中小企業金融機関が、24.3%を銀行・生損保が、22.7%を関連企業がそれぞれ占めたのに対して、投信は5.0%、外国人は3.2%に止まったことに端的に表れている<sup>89</sup>。この段階では、グローバル・スタンダードの導入は、日本型システムの特異性を強化へと帰結した。つまり、貿易為替自由化後の状況下においては、日本銀行が目標とした金利政策による市場

---

<sup>88</sup> 杉浦「1965年の証券危機」、322頁も当該期の証券市場のあり方が「池田内閣の積極的成長路線と『金融正常化』路線に導かれた証券市場育成論、そして貿易・為替の自由化という外生的な要因に規定され」たことを指摘している。しかし、本稿が捉えたような「金融正常化」と証券市場育成の具体的関係や、これがコール市場ないしこれと密接な関係がある株式市場に与えた影響、ならびに貿易・為替自由化が「金融正常化」ひいては証券市場に与えた影響については具体的に把握していない。

<sup>89</sup> 『日本共同証券株式会社史』、財団法人日本共同証券財団、1978年、「統計」5～22頁。

調節重視の「金融正常化」と、主として大蔵省が目標とした投信の制度改革に見られる、大衆の市場誘導による企業の資本構成の是正という「金融正常化」は相互に矛盾を孕んでいた。また、「金融正常化」路線と重化学工業中心の投資ブームに見られる経済成長路線も両立しなかった。この意味で、貿易為替自由化により強化された「金融正常化」路線は、経済成長路線とも相俟って、それ自体が「不正常」とみなすシステムの強化をもたらした。

このような政策の帰結として、その意図とは逆説的な状況が生じた点に、1950年代後半から60年代半ばにかけての証券市場の不安定性の特徴を見出せよう。

表1

## 投資信託の状況

(単位:億円)

年	ユニット型												オープン型						合計										
	設定元本額			解約元本額			償還元本額			元本残高			設定元本額			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	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	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率
1954	24,110	100.0%		12,229	99.7%		9,719	100.0%		78,014	99.3%		0	0.0%		36	0.3%		556	0.7%	-	24,110		12,265		9,719		78,570	
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%	-	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	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%	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	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%	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	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%	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	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%	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	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%	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	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%	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	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%	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	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%	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	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%	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	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%	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	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%	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	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%	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	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%	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	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%	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%

出典:『証券投資信託20年史』、社団法人証券投資信託協会、1975年より作成。

注1) 作表にあたり杉浦「日本の経済成長と産業資金供給」、表12・13を参考にした。

注2) 変動係数などは57年以降の数値で算出。

注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(カイ自乗検定。以下の表も同様)。

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

出所:『証券投資信託20年史』より作成。

注1) 変動係数などは57年以降の数値で算出。

注2) 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。

表3 投資信託の資産運用状況 単位:億円

年末	ユニット型										
	株式				コール				その他とも合計		
	金額	比率	構成比	構成比2	金額	比率	構成比	構成比2	金額	比率	構成比
1954	737	91.7%	99.2%	8.4%	13	1.6%	100.0%	2.9%	804	100.0%	99.3%
55	553	89.9%	98.0%	4.6%	24	3.0%	96.0%	3.7%	615	100.0%	98.1%
56	574	77.7%	98.1%	3.1%	140	22.8%	99.3%	15.4%	739	100.0%	98.3%
57	948	74.1%	90.9%	5.5%	277	37.5%	69.9%	22.7%	1,279	100.0%	85.6%
58	1,528	76.8%	89.1%	5.9%	389	30.4%	79.6%	25.7%	1,990	100.0%	87.1%
59	2,304	75.0%	83.6%	6.0%	608	30.6%	74.1%	22.7%	3,073	100.0%	81.9%
60	3,897	77.3%	75.1%	6.7%	656	21.3%	59.6%	20.5%	5,042	100.0%	73.0%
61	5,699	73.2%	71.3%	8.2%	809	16.0%	67.6%	21.6%	7,786	100.0%	70.0%
62	6,479	80.1%	70.4%	8.2%	607	7.8%	55.0%	11.9%	8,089	100.0%	69.1%
63	7,895	83.9%	79.0%	10.5%	758	9.4%	80.6%	11.2%	9,414	100.0%	79.6%
64	7,000	81.5%	75.9%	8.3%	964	10.2%	76.5%	8.9%	8,593	100.0%	75.7%
65	5,261	73.1%	78.3%	5.6%	1,166	13.6%	84.1%	14.4%	7,200	100.0%	79.9%
66	3,690	62.4%	72.8%	3.6%	1,194	16.6%	88.9%	16.0%	5,912	200.0%	65.6%
変動係数	0.532	7.8%	9.1%	28.7%	0.407	53.1%	14.5%	33.1%	0.621	0.0%	11.1%
平均	4,470	75.7%	78.6%	6.9%	743	19.3%	73.6%	17.6%	5,321	100.0%	80.0%
標準偏差	2380	5.9%	7.2%	2.0%	302.3	10.3%	10.7%	5.8%	3305	0.0%	8.9%

年末	オープン型										
	株式				コール				その他とも合計		
	金額	比率	構成比	構成比2	金額	比率	構成比	構成比2	金額	比率	構成比
1954	5	100.0%	0.7%	0.1%	0	0.0%	0.0%	0.0%	5	100.0%	0.6%
55	10	83.3%	1.8%	0.1%	1	8.3%	4.0%	0.2%	12	100.0%	1.9%
56	11	91.7%	1.9%	0.1%	1	8.3%	0.7%	0.1%	12	100.0%	1.6%
57	95	44.2%	9.1%	0.6%	118	54.9%	29.8%	9.7%	215	100.0%	14.4%
58	186	63.3%	10.9%	0.7%	100	34.0%	20.4%	6.6%	294	100.0%	12.9%
59	452	66.7%	16.4%	1.2%	211	31.1%	25.7%	7.9%	678	100.0%	18.1%
60	1,293	69.3%	24.9%	2.2%	444	23.8%	40.3%	13.9%	1,866	100.0%	27.0%
61	2,296	69.0%	28.7%	3.3%	388	11.7%	32.4%	10.4%	3,328	100.0%	29.9%
62	2,721	75.2%	29.6%	3.5%	496	13.7%	44.9%	9.8%	3,617	100.0%	30.9%
63	2,092	86.7%	20.9%	2.8%	182	7.5%	19.3%	2.7%	2,413	100.0%	20.4%
64	2,227	80.7%	24.1%	2.6%	296	10.7%	23.5%	2.7%	2,760	100.0%	24.3%
65	1,457	80.6%	21.7%	1.6%	219	12.1%	15.8%	2.7%	1,808	100.0%	20.1%
66	1,378	84.1%	27.2%	1.4%	148	9.0%	11.0%	2.0%	1,639	100.0%	21.7%
変動係数	0.656	17.4%	33.5%	52.4%	0.537	72.9%	40.6%	60.8%	0.645	0.0%	27.7%
平均	1,420	72.0%	21.3%	2.0%	260	20.9%	26.3%	6.8%	1,862	100.0%	22.0%
標準偏差	930.8	12.5%	7.2%	1.0%	139.7	15.2%	10.7%	4.2%	1200	0.0%	6.1%

年末	株式投信合計										
	株式				コール				その他とも合計		
	金額	比率	構成比	構成比2	金額	比率	構成比	構成比2	金額	比率	構成比
1954	743	91.7%	100.0%	8.5%	13	1.6%	100.0%	2.9%	810	100.0%	100.0%
55	564	90.0%	100.0%	4.6%	25	4.0%	100.0%	3.8%	627	100.0%	100.0%
56	585	77.8%	100.0%	3.2%	141	18.8%	100.0%	15.5%	752	100.0%	100.0%
57	1,043	69.8%	100.0%	6.1%	396	26.5%	100.0%	32.5%	1,494	100.0%	100.0%
58	1,714	75.0%	100.0%	6.6%	489	21.4%	100.0%	32.3%	2,284	100.0%	100.0%
59	2,757	73.5%	100.0%	7.2%	820	21.9%	100.0%	30.6%	3,752	100.0%	100.0%
60	5,191	75.1%	100.0%	8.9%	1,101	15.9%	100.0%	34.4%	6,909	100.0%	100.0%
61	7,996	71.9%	100.0%	11.5%	1,197	10.8%	100.0%	32.0%	11,115	100.0%	100.0%
62	9,200	78.6%	100.0%	11.7%	1,104	9.4%	100.0%	21.7%	11,707	100.0%	100.0%
63	9,991	84.5%	100.0%	13.3%	941	8.0%	100.0%	13.9%	11,828	100.0%	100.0%
64	9,228	81.3%	100.0%	11.0%	1,260	11.1%	100.0%	11.7%	11,354	100.0%	100.0%
65	6,718	74.6%	100.0%	7.2%	1,386	15.4%	100.0%	17.1%	9,008	100.0%	100.0%
66	5,069	67.1%	100.0%	5.0%	1,343	17.8%	100.0%	18.0%	7,552	100.0%	100.0%
変動係数	0.554	6.9%	0.0%	32.1%	0.341	38.7%	0.0%	0.36	0.65	0.0%	0.0%
平均	5,891	75.1%	100.0%	8.9%	1,004	15.8%	100.0%	0	7,020	100.0%	100.0%
標準偏差	3265	5.2%	0.0%	2.8%	342.5	6.1%	0.0%	0.088	4565	0.0%	0.0%

出典:『証券投資信託20年史』より作成。

注1)比率は「その他とも合計」に、構成比は株式投信合計の値に、構成比2は市場残高合計に対する値。

注2)変動係数などは59年末以降の数値で計算。

注3)ユニット型とオープン型の株式金額・コール金額の変動係数は1%水準で統計的に有意に異なる。