



### I-OWA マンスリー・セミナー 日本証券市場のあゆみ ～終戦から高度成長期まで(2)～

講演：岡本 和久

#### 高度成長へ

朝鮮特需で急速に欧米システムの経営概念が普及し、技術移転も進みました。そして、日本の戦後の奇跡的な高度成長が始まるのです。1956年の経済白書では「もはや戦後ではない」と高らかな宣言がなされました。好景気は神武天皇以来、つまり、日本の神話時代以来、もっとも良い景気であるというので神武景気と呼ばれました。鉄鋼、造船、有機化学、乗用車などの産業が急成長するのですが、日本国内の資本蓄積は成長を賄うのに十分ではありません。資金を調達するため世銀詣でが行われ、株式市場での増資も盛行しました。

このころの日本経済の特徴として「国際収支の天井」ということが言われました。好景気が続くと国内需要が強まり輸入が増加します。その結果、国際収支が悪化します。そこで政府は景気にブレーキをかける政策をとります。そうすると輸入が減少し、国内販売が不振になるので輸出ドライブがかかることとなります。その結果、国際収支が改善し、政府の政策も景気刺激型となります。このような繰り返しが起こったのです。神武景気も国際収支の壁にぶつかることとなり、その結果、なべ底景気といわれる不況が起こります。

それでも基調としての日本の成長トレンドは非常に高いものがありました。なべ底景気を超えると岩戸景気が始まります。神武天皇以来の好景気に続くので天岩戸の伝説に基づいて岩戸景気と名付けられたのです。白黒テレビ、電気冷蔵庫、電気洗濯機が三種の神器として家庭の間に普及するようになりました。ちょうど東京タワーができたころ、私が小学6年生のころです。映画、「三丁目の夕陽」の時代です。

企業の増資ブームは続きます。増資額を見ると1955年に625億円だったのが、1961年にはなんと6090億円に急増しています。当時、新株引受権は株主のみに割り当てられ、発行価格は額面、しかも無償のオマケ付という既存株主が優遇されていたのでこのような増資の急増は投資家も大歓迎だったのです。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

1960年の日米安保条約改定で政権は岸内閣から池田内閣へと移ります。そして、池田内閣のもとで所得倍増(国民所得倍増)計画が始まります。ブレーンの下村治博士はその後10年の年成長率を11%と主張、これはあまりに高すぎるというので事務局は控えめに7.2%としたといわれます。「72の法則」で7.2%が10年続くと国民所得は倍になります。あくまで「国民所得」が倍増ということだったのですが、多くの国民は「月給二倍論」と勘違いしました。

鉄鋼、電力、合成樹脂などの業界が高成長し、ソニーが国産トランジスターの開発に成功するなど半導体も注目されました。株式市場では、従来、配当利回り中心に株式の評価をしていた投資家が成長性を注目するようになりました。株価収益率(PER)という概念が普及をはじめ、株式利回りが1957年には7.59%あったのが、1960年には3.25%へと低下します。これは「利回り革命」と呼ばれました。

1960年5月には米国から証券投資視察団が来日します。ファースト・ポストン、クーン・ローブなどのインベストメント・バンクに加え、機関投資家など総勢22名が来日し、主要企業と会議を持ち、工場を10日間にわたって視察をしました。これは経団連、日商、公社債引受協会の招待によるもので、市場は外人が大量に日本株を買ってくるのではないかと期待したのですが、現実には空振り。やはり外資管理規制があったことと、額面での転換社債発行などに違和感があったようです。その反省もあったのでしょう、これを機に時価発行公募による増資が増え始め、主流となっていきました。外人買いは期待外れでしたが株式投資は人気で、大衆相場、投信ブームが起こります。

### 証券不況への道

61年より金融引き締めが始まりました。一方、増資が急増していた株式市場では、急激に需給悪化し、一部市場は天井を付けます。一部がダメなら二部ということで、市場の人気は1961年に開設された二部の小型品薄株に移行するのです。まだまだ、株式投資ブームの余熱が残っていたのです。

二部市場への上場幹事を取るために証券各社は上場予備軍と思われる企業に猛烈なアタックをかけます。当然のことながらそのような流れの中で上場した企業は玉石混交です。それでも、「上場は株価値上がり」というイメージが投資家の中に生まれ、投機的な相場展開が起こります。いまのIPOブームのようなものです。これが4年後の証券恐慌の一因となったことは否めません。

当時、証券各社が行っていた取引手法に「運用預かり」と呼ばれるものがありました。これは割債を客から預けてもらい、お客には預かり料を支払う。証券会社はこの債券を担保に資金借り入れ、その資金を使って株式で運用するという手法でした。もちろん、株価が上昇している限りにおいてはうまくいくのですが、いったん、下落が始まると大変なことになります。この運用預かり額は1957



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

年9月には374億円だったものが1965年4月には2932億円にまで膨張していたのです。

明るいニュースもありました。ソニー、東芝、ホンダなどがADR(アメリカ預託証券)を発行したり、日本株専門ファンド、ジャパンファンドが米国で61年に公募されたりしました。62年にはアメリカから証券アナリスト130人が来日、日本株式の調査をしています。市場では再度、上昇相場への期待が高まるのですが、それに冷や水を浴びせかけるように1963年、ケネディ米大統領が「利子平衡税」をドル防衛策の一環として導入します。これはアメリカから海外への投資に対しては税金をかけるというものです。当然、日本株への投資も魅力が減退してしまいます。この法律は1974年まで続きます。アメリカから世界への資金供給が制約されてしまったことで生まれてきたのがユーロドル市場でした。これは金利平衡税の副産物だと言っていいでしょう。

1974年、この法律が撤廃された時には「いよいよ、アメリカから日本株への大量の買い注文がくる」という期待感が高まりました。それを見込んで日本の証券各社はアメリカでの事業を拡大します。しかし、1973年のオイルショック後遺症に悩む日本株への投資はそれほど増えなかったのです。それで、コストの高いベテラン社員を帰国させ、ブラジルのサンパウロでぶらぶらしていた若輩の私がニューヨーク店に転勤となったのです。個人的ですが、これも金利平衡税の副産物でした。

### 投資信託の成長

ここで話を戦後に戻しましょう。日本で初めて投資信託ができたのは1941年11月13日、野村證券によるものでした。まさに日米開戦の一か月前です。この時の投資信託の目的は、過剰株式を吸収し戦時中の株価を安定させる、軍需産業の資金調達を容易にするといったトップダウン的なものでした。しかし、投資家の間にもそれなりに人気はあったようです。この時に発行された投資信託は戦後、1950年に元本と同額の名目金額で投資家に返済されています。もちろん、この間、大変なインフレがあったので実質価値は大幅減でしたが、ともかく名目的には返済したのです。

徐々に経済も社会も落ち着いてきた50年代のはじめ、投資信託の復活が話題にできるようになってきました。1951年1月に池田蔵相の車中談ということで投信構想が打ち出されます。それを受けて、議員立法で投信法が成立。1951年6月4日に証券投資信託法が公布されました。そして、法が制定された後、10日後から新たな投信の募集が始まります。

当初は「30億ぐらい集まれば・・・」と言われていましたが、現実には半年のうちに133億、1年で336億円の応募があり予想外の人気となりました。これには無記名形式のメリットもあったようで、かなりアングラマネーも含まれていたと言われています。1951年1月の日経平均は102円でしたが1953年2月には474円になるというような相場上昇の追い風で、株式投資ブームがやってきます。この投信ブームを背景に増資ラッシュが起こります。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

投資信託は当初、ユニット型で期限 2 年だったのですが、追加設定ができないため個別ファンド数が増大してしまい、管理経費などの問題が起こります。そこでオープン型が登場します。この口火を切ったのは大和証券でした。

1953 年にはスターリン暴落が起こります。しかし、投信人気は衰えず 1953 年の設定額は、前年の 336 億円が 599 億円へと増加をしました。しかし、暴落の影響で、1954 年初に償還期限がくる投信の元本割れが確実にになります。結局、当初は期限 2 年とされていた償還期限を 1 年延長するという事態が起こっています。

昭和 30 年代に入り四大証券が日本経済の神武、岩戸と続く経済成長と投資信託をテコに急成長します。1957 年ごろから「投信相場」、「オープン相場」、「景気の良いのは兜町だけ」、「ダウという株を売ってくれ」などという言葉が広くいわれるようになります。このような人気を証券会社がだまって見逃すはずはありません。「マス・セールス」が大々的に展開されます。その結果、ユニット型投信の元本が 1958 年から 1961 の間で約 6 倍に成長します。投信組み入れ株式数は 1957 年には全上場株式数の 4% だったのですが 1961 年には 9%、安定株主が 4~5 割を占めていたので、9% というのはかなりのウエートでした。まさに、投信が「池の中の鯨」になってしまったのです。

このころ問題になったのが証券会社による投信の「コロガシ」でした。例えばユニット型の投信 A が保有している銘柄を売却、同じ銘柄を同じ証券会社が運用する投信 B が買う。投信 A にしても、投信 B にしても売買の理由づけは多少無理でもこじつけることは可能です。こうして証券会社は売買手数料を大量に稼ぐことができたのです。1958 年、国会で社会党の春日一幸氏がこの問題を取り上げ、民法の「双方代理」原則に違反にあたるという指摘をします。その結果、投信の運用を証券会社から分離・独立して投信委託会社が設立され、業務が同グループではあっても形式上、別会社に移管されました。

「池の中の鯨」と言われたように、投信保有の株式が過大になりすぎたことから債券投資へ投信の運用が変化していきます。当時、債券の流通市場はほとんど存在していませんでした。したがって、債券は商売のタネにはあまりならなかった。そのような債券市場でしたが、投信の株価への過大な影響を緩和し、債券市場活性化する手段として公社債投信が登場するのです。1960 年 12 月、ボンド・オープンと呼ばれるファンドが最初に組成されます。第一号は日興証券で遠山直道副社長のもと、入社早々の岩国哲人さん(後に出雲市長、衆議院議員)が活躍このファンドを実現しました。これは予想配当率が銀行預金利息より高く大人気となったのです。このころのことを岩国さんはインベストラ이프の対談でお話になっています

<http://www.investlife.jp/backnumber/130.html>、<http://www.investlife.jp/backnumber/131.html>

日興の「マネービルの時代」、「銀行よさようなら、証券よこんにちは」、野村の「百万両箱」など販



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

促用のグッズも登場し時代を象徴する商品となったのです。

しかし、発売後半年で金融引き締めとなり基準価格下落、解約増加してしまいます。「名案が迷案になった」などと揶揄されましたが、それでも投信に債券が登場したことで債券市場の活性化には大きな貢献をしたと言えるでしょう。



### 証券不況の到来

「わが世の春」を謳歌していた証券界にも冬の時代がやってきます。株式投信は肥大化してしまい、これ以上の成長は困難、公社債投信は引き締めで解約が増加、その上、米国のドル防衛策、金利平衡税が導入されます。一部市場は1961年7月の高値1829から12月には1258まで30%の急落、ブームの余熱は1961年10月に発足した二部市場に人気に移り、小型品薄株買いの大型株売りの展開になります。しかし、二部株の活況も1年で終了。その後1965年の証券恐慌まで冴えない動きが続いたのです。

市場の低迷に対して株価でこ入れ策が出されます。信用取引規制撤廃、投信の運用制限の緩和などだったのですがこれらは抜本的なものというよりも対処療法的なものでした。1962年には大蔵省が金融機関に買い出動要請するのですが、これも効果はありませんでした。やはり、相場をコントロールするというのは短期的にはともかく、きわめて困難なものだというのは今も昔も変わりません。マーケットのトレンドを変えるには抜本的な改革が必要なのです。

1963年には証券会社の営業姿勢を健全化するために大蔵省の財務官通達、「証券会社の財務管理等についての通達」が出されます。これは坂野通達として有名になりました。内容は前述の運用預かりに関し3倍を限度、できれば2倍とするほか、負債比率、固定比率、有価証券保有比率などを制限するものでした。証券界はこれに反対をしたのですが、手持ちの証券を売却せざるを得ない業者もでました。さらに前述のケネディ米大統領による金利平衡税の導入というショックにも見舞われます。証券業を健全に育成する目的もあり1964年に大蔵省に証券局が誕生します。

株式市場の低迷は続きます。大蔵省内からの批判も出て坂野通達は「弾力的に」運営されることとなりますが、それでも市場は下げ止まらない。金融機関にとっても株価下落は大きな問題となり、買い上げ機関構想が浮上します。1964年には興銀、三菱、富士がプロモーターとなり日本共同証



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

券が設立され、さらに 1965 年には証券界独自のテコ入れ機関、日本証券保有組合が誕生します。

64 年には日本特殊鋼業、サンウエーブ、65 年には山陽特殊工業と大手企業の倒産も相次ぎ、1965 年には遂に山一証券に日銀特融が行われます。日銀の特融は昭和恐慌以来、40 年ぶりのことでした。この前後の事情を少し書いておくと、5 月 7 日に大蔵省から山一証券の経営危機に関する記事発表に関し大手新聞社に延期要請がなされます。しかし、要請されなかった西日本新聞が 5 月 21 日に特ダネをリークし「山一が危ない」というニュースが一般投資家に知れわたります。

興味深いことにこのニュースがでて市場は小動きでした。基本的に記事の内容が「危ないけれど救済も考えられている」というトーンだったのも一因だったでしょう。また、投資家はある程度、この問題がわかっている、すでに相場は織り込んでいたということかもしれません。5 月 28 日 日銀氷川寮で大蔵省、業界など関係者が頭をそろえて会議をしますが、まさに小田原評定、いつまでたっても結論が出ません。そこへ、国会審議を抜け出してきたのが田中角栄氏です。まさに「千両役者」登場だったといえます。彼は「日銀のへっぴり腰」をどやしつけて日銀特融を即座に決定。深夜 11 時 30 分に大蔵省・日銀発表がそれを発表します。なお、山一証券に加えて中堅の大井証券にも特融が行われました。

その後も「ダウ 1000 の攻防」が続きますが 65 年 7 月に田中角栄氏に代わって大蔵大臣となった福田赳夫氏が「国債発行に踏み切り」ようやく日経平均は 1020 で底入れしました。証券会社の体質強化、健全化を目的として 1968 年には証券会社免許制が導入されます。証券会社の急拡大と激減を見てみます。まず、証券店舗数は 55 年に 1901 店だったものが 63 年には 2893 に増加、65 年には 784 店舗まで減少しています。また、社員数は同じ時点でみて 3 万人が 10 万人になり、それが 3.3 万人にまで激減しました。

### そして再び成長路線へ

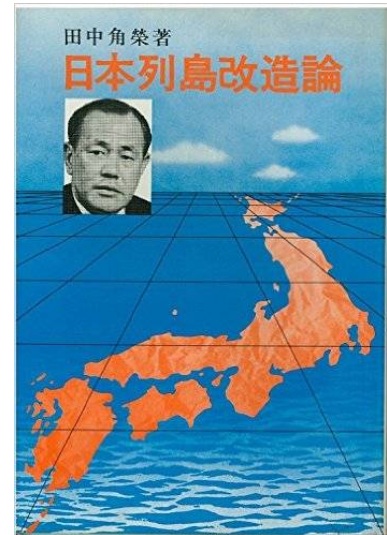
証券不況を乗り越えて経済は再び成長路線へと戻ります。神武・岩戸景気の成長率は年 9%でした。66 年から 70 年のいざなぎ景気の成長率も 9%、明治維新から 100 年目の 1968 年に日本の GNP はアメリカに次ぐ自由世界第 2 位になります。日本の経済成長が続く中、資本自由化の圧力も強まってきます。海外市場でも国際投信 IOS が破綻するなどのショックがありました。生活の面では新三種の神器と呼ばれた「3C」(カー、クーラー、カラー TV) が急速に家庭に普及しました。大型設備投資が続く一方で、公害問題も深刻化していきます。色々な面で戦後のパラダイムが少しずつ変化の予兆を示していた時期でした。大阪で万博が開かれたのもご記憶の方が多いでしょう。ちょうど、そのような時(1971 年)私が証券会社に就職したのです。



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

71年8月15日に米大統領のリチャード・ニクソンが、ドル紙幣と金との兌換一時停止を宣言し、戦後の自由主義経済の基盤であったブレトン・ウッズ体制が終結を迎えたのです。これがニクソン・ショックと呼ばれる大事件でした。その後、1ドル=360円体制が、1ドル308円へと切り上げられ、さらに変動為替制度へと移行していったのです。

72年に田中角栄総理大臣が、「国民がいま、何よりも求めているのは過密と過疎の同時解消であり、美しく住みよい国土で将来に不安なく豊に暮らしていけることである」という趣旨の日本列島改造論を発表します。日本の外貨準備が増加を続け、円切り上げ圧力が海外から高まるなかで、株式市場では典型的過剰流動性相場が発生、1972年の日経平均は年間で92%という上昇をしました。世界的に「しのび寄るインフレ」が懸念されるようになり、日本の公定歩合も73年初より4.25%から5%へと引き上げられます。



そして、73年10月6日、エジプト・シリア連合軍がイスラエルを攻撃、第四次中東戦争始まります。これがきっかけとなり「オイルショック」が起きました。1970年には1バレルあたり1.80ドルだった当時の代表的油種、アラビアン・ライトが73年10月には3.011ドルへ、さらに74年1月には11.651ドルへと上昇、しかも、日本への石油の禁輸騒ぎまで起こります。堺屋太一氏が「油断」という本を書きましたがまさに「油断」でした。「本当に石油が来なくなったら日本経済はどうなるのだろう・・・」ということで、なぜか、トイレット・ペーパーが買い漁られるというような不可解な現象まで起こりました。物価の動向を見ると73年には卸売物価が+15.7%、消費者物価が+11.7%、74年にはそれぞれ31.6%、24.5%、そして75年にはようやく少しずつインフレも終息し始め、それぞれ3%、11.8%となり、76年には一桁へと低下しました。

もの不足パニックとスタグフレーション(不況下のインフレ)の発生、不況、インフレ、国際収支赤字のトリレンマに苦しんだ日本経済も70年代中ごろから早くも立ち直りを見せ始め、日本企業はヒト(窓際族)、モノ(看板方式)、カネの減量経営を積極的に進めるようになります。1975年から政策スタンスが景気浮揚型へと変更され、73年11月から16ヶ月で日本はトリレンマを克服し、安定成長路線へと入りました。そして輸出をテコにして力強い成長が始まったのですがそれが海外、特に米国との貿易摩擦を生むようになります。そして、1985年のプラザ合意による円高誘導、80年代後半の株式・不動産バブル、90年代の構造不況、構造改革、21世紀に入っのグローバル経済の不安定化などが起こり今日につながっています。特に、グローバル化の中で金融市場、株式市場の規制の緩和が進展し、株式市場も大きな変革を迎えます。それについてはまた、改めてお話ししたいと思います。