

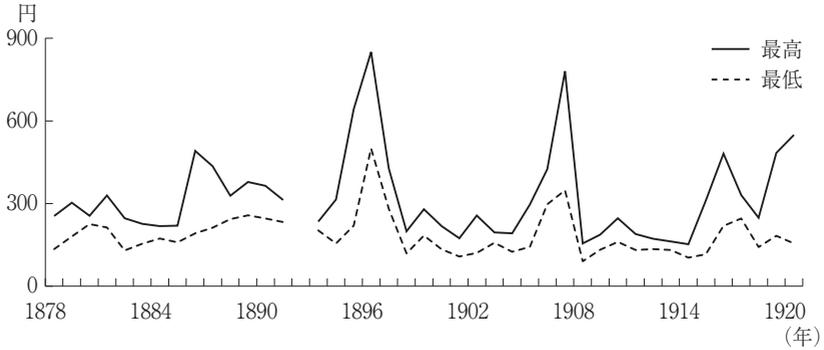
第2章 日本の証券市場の歴史

1. 戦前の証券市場 日本の証券市場の起点は、初めての証券発行時点にそれをおけば、ロンドンで9分利付外国公債が発行された1870年となり、条例に基づく流通市場の誕生におけば、東京と大阪に株式取引所が設立された1878年となる。いずれにせよ、わが国に証券市場が誕生してから、約150年の歴史がある。開業当初の取引所は、旧公債や新公債、秩禄公債などの公債取引の場としてスタートした。その後、取引所株、銀行株が上場されるが、売買の大部分は公債という時代がしばらく続いた。しかし、1886年頃から鉄道業、紡績業を中心に企業勃興期を迎え、ようやくこの頃から株式売買が活発化した。

わが国での株式会社の成立は、重化学工業の発展による設備投資需要の巨大化を前提とするのではない。わが国では、株式会社そのものが重化学工業とは無関係に、資本蓄積の低位性をカバーするものとして導入された。それゆえ、資本金の払込を容易にする仕組み（株金分割払込制度や銀行による株式担保金融）も具備されていた。明治期に設立された株式会社は、軽工業を中心とした株式会社とは名ばかりの小規模な企業ばかりであった。それが転機を迎えたのは、第一次世界大戦を契機とする産業構造の重化学工業化であり、ようやく、財閥系企業を中心に資本金500万円を超える大企業の設立が急増した。

流通市場に目を転じると、財閥が傘下の優良企業株を排他的に保有しており、取引所には優良企業株の上場がほとんどされなかった。加えて、戦前期の株式取引は、投資資金や銀行による信用供与が不十分であったため、定期取引あるいは清算取引と称された先物取引中心に発展し、その主たる取引銘柄である取引所株も投機対象にされた。それゆえ、戦前期の株式市場は投機的であったことが特徴として挙げられる。また、戦前期の証券市場を振り返る上でもう一つの特徴は、戦時統制の実施である。政府は昭和恐慌以後、通貨切り下げによる輸出振興、軍事費を中心とする財政支出膨張によるインフレ政策によって景気回復を志向した。日中戦争勃発後、戦時体制の本格化とともに証券市場に対する統制が始まり、不要不急産業の証券発行が抑制され、起債の計画化、株価統制、証券業者に対する免許制が導入された。そして、全国に11カ所にあった株式取引所も、1943年に日本証券取引所へ統合された。

株価（東京株式取引所長期先限）の推移（1878－1920年）



〔出所〕『東京証券取引所20年史 規則・統計』より作成

株価（東株株価大指数）の推移（1921－1944年）



〔出所〕『東京株式取引所統計年報』『日証統計月報』より作成

東京株式取引所上場銘柄（1878年末）

債券：新・旧公債，秩禄公債，金禄公債，起業公債

株式：東京株式取引所，第一国立銀行，東京兜町米商会所，東京蛸殻町米商会所

〔出所〕『東京株式取引所五十年史』より作成

日本証券取引所業種別株式上場銘柄数（1945年5月末日）

出資証券2 銀行・信託・保険64 投資・拓殖・証券28 取引所2 鉄道・電鉄62
 運・通信28 瓦斯・電気43 鉱業86 造船・造機232 鉄鋼・金属・製練81
 繊維工業58 精糖・製粉18 食品工業・水産29 化学工業65 窯業25
 製紙・印刷・皮革26 諸工業31 護謨・煙草23 土地・建物・倉庫17 諸商業46

〔出所〕日本証券取引所

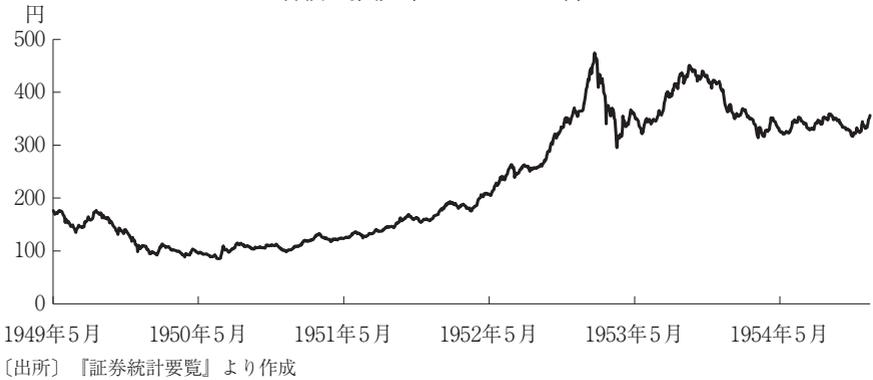
2. 復興期（昭和20年代） 戦後の日本は、連合国軍最高司令官総司令部（GHQ）の占領下に置かれた。終戦直後から、証券界では市場再開の動きが起き、大蔵省も1945年10月1日からの市場再開を一旦は決定した。しかし、GHQが取引所の再開を認めず、市場再開は実現しなかった。その後も証券界は熱心に取り所再開運動を続けたが、GHQは経済改革（農地改革、財閥解体、労働改革）と政治・社会改革を優先し、取引所再開を時期尚早として認めなかった。その結果、取引所再開には4年弱の歳月を要し、その間に日本証券取引所も閉鎖された。こうして証券史上唯一の「取引所空白時代」が現出した。

しかし、正規の流通市場である取引所市場での立会は停止していたが、戦後の混乱期にも、証券取引に対する需要がなくなったわけではない。そのため、証券会社の店頭での取引が自然発生的に開始された（＝店頭売買）。そして、取引所の早期再開の見通しがなくなると、店頭売買と併行して取引の場所や時間を決め、店頭売買を組織化した集団取引（または集団売買）も行われるようになった。集団取引は、1945年末に東京、大阪で始まり、名古屋、新潟、京都、神戸、広島、福岡などへ広まった。

その一方で、取引所市場の再開は、戦前の取引所機構、証券法制を存続させたままでは困難であった。したがって、証券民主化を図るために、政府は証券法制の整備に着手し、1947年にアメリカの証券諸法を参考にした証券取引法を公布した。ただ、この法律は、SECに倣った証券取引委員会に関する規定以外は施行されず、1948年に全面改正された改正法が公布された。改正法では、証券業者を免許制から登録制にし、銀証分離規定なども規定され、戦後の新たな証券市場の法律的基盤が確立された。

こうして、1949年5月以降、東京、大阪、名古屋などで証券取引所が設立された。しかし、取引所再開直前、GHQは「取引の時間優先」、「取引所集中原則」、「先物取引の禁止」という「証券取引三原則」の厳守を証券取引委員会に命じた。各取引所もこれらの厳守を誓約し、取引所再開がようやく実現した（取引銘柄と参加者は、集団取引のそれを移行させ、実物取引のみで再開）。ただ、実需給だけでは売買の出合いがつき難いため、証券界では仮需給導入を目的に清算取引復活運動が起きた。これには、東証首脳やGHQが否定的で、1951年にアメリカの証拠金取引を範とした信用取引制度が導入された。

株価の推移（1949－1954年）



各取引所設立時の会員数と上場銘柄数

	立会開始日	会員数（設立当時）	上場銘柄数
東京証券取引所	1949年5月16日	正会員116名，才取会員12名	681
大阪証券取引所	1949年5月16日	正会員76名，仲立会員11名	523
名古屋証券取引所	1949年5月16日	正会員50名，才取会員8名	268
京都証券取引所	1949年7月4日	会員41名	217
神戸証券取引所	1949年7月4日	会員34名	189
広島証券取引所	1949年7月4日	会員28名	119
福岡証券取引所	1949年7月4日	会員29名	181
新潟証券取引所	1949年7月4日	会員24名	176
札幌証券取引所	1950年4月1日	会員17名	103

〔出所〕『証券取引委員会報告書』より作成

東京証券取引所設立時会員証券会社（1949年4月1日）

日興証券，玉塚証券，山一証券，八千代証券，田口証券，丸宏証券，日東証券，山崎証券，金十証券，入丸証券，山吉証券，藍澤証券，国際平和証券，丸水証券，遠山証券，明和証券，關谷証券，大和証券，關東証券，新光証券，野村証券，松屋証券，徳田証券，三興証券，山加証券，金万証券，木徳証券，成瀬証券，大福証券，六鹿証券，大東証券，小田証券，東京第一証券，二宮証券，山叶証券，大澤証券，小布施証券，丸三証券，田林証券，角丸証券，小柳証券，筑波証券，千代田証券，日本勸業証券，立花証券，丸杉証券，三重証券，原忠証券，九ヤ証券，福山証券，入中証券，一光証券，六甲証券，日本産業証券，東洋証券，東短証券，東光証券，東京昭和証券，東京神榮証券，東京自由証券，中外証券，丸國証券，い（カナガシラ）証券，加賀証券，角萬証券，吉川証券，吉村証券，大平証券，太陽証券，田中証券，高井証券，大七証券，大成証券，内外証券，中原証券，中島証券，八洲証券，上野証券，小野証券，大阪商事，織田証券，山二証券，山和証券，福利証券，山丸証券，山文証券，山幸証券，山三証券，丸豊証券，丸和証券，丸山証券，丸寿証券，松井証券，扶桑証券，更榮証券，恵比壽証券，安藤証券，ヤマタ証券，三伸証券，三成証券，堺井証券，共和証券，協同証券，三澤屋証券，三木証券，清水証券，新榮証券，十字屋証券，十全証券，上一証券，城南証券，日出証券，日山証券，平原証券，セントラル証券，九五証券。 才取会員：第一～第十二実業証券

〔出所〕『東京証券取引所10年史』より作成

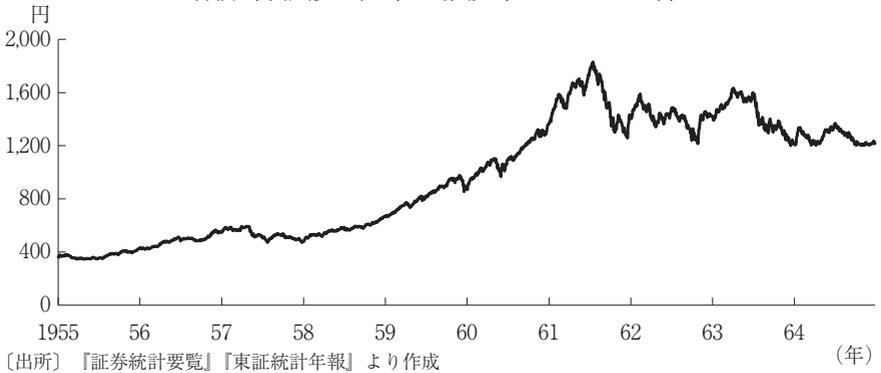
3. 第1次高度成長期（昭和30年代） 1956年の経済白書で、「もはや戦後ではない」と記述されたことから分かるように、昭和30年代前半の日本は、戦後復興を終え、「神武景気」、「岩戸景気」に代表される第一次高度成長時代を迎えた。好調な企業業績を背景に、株価は1955年後半以降1961年7月まで、ほぼ一貫して上昇を続けた。同時に「投信ブーム」もその一因となった。

戦後の新たな証券投資信託制度は1951年に創設された。株式投信は、1955年頃まで不調だったが、1956年以降、株価の上昇とともに残存元本を大幅に増やし、「池の中の鯨」と言われるほど、株式市場での存在も大きくなった。もう一つ、株価上昇を支えたのは「運用預かり」であった。運用預かりとは、証券業者が受託販売していた金融債（主に割引金融債）を、一定の品借料を払って不特定多数の顧客から預かる制度で、証券業者は預かった金融債を担保に、中小金融機関やコール市場などから資金を調達し、株式や公社債の自己売買資金に充てていた。こうした経済規模の拡大や取引所市場の盛行を背景に、店頭売買高も急増し、店頭売買新規承認会社数は新興、成長企業中心に急増した。このため、東京、大阪、名古屋の各取引所に、市場第2部が創設された。

しかし、当時の経済運営は經常収支均衡が貫かれ、国際収支が赤字になると、金融は引き締められた。1961年7月以降、国際収支赤字改善のため金利が引き上げられると、法人の換金売りが始まるとともに、増資の集中が相まって、株式の需給関係が悪化した。これに伴う株価下落は、投信ブームを終焉に追い込み、これまでの株価高騰を支えたメカニズムは反転し、株価をさらに下落させた。また、公定歩合の引き上げは、法人を中心に公社債投信の解約も増加させた。信託財産から外された公社債は、証券業者が買い取らざるを得ず、証券業者の負担を大きくさせた。そして、これらが証券恐慌の一因となった。

このため、市場では増資調整（計画増資、増資繰延べ）や、市中銀行から公社債投信4社への公社債担保融資が行われた。しかし、ケネディ・ショックもあり、株価低落は続いた。そこで、株式買入機関が設立された。1964年1月には、銀行と証券会社が出資した日本共同証券が、1965年1月には証券界が出資した日本証券保有組合が設立された。両者は市場への買い出動や投信保有株の肩代わりを行い、株式市場の需給改善を目指した。ところが、1965年5月下旬、山一証券の経営危機が報道されると、証券市場は恐慌状態に陥った。

株価（東証修正平均）の推移（1955-1964年）



株式投信および公社債投信の資産増減状況（元本ベース）

（単位：百万円）

	株式投信計					公社債投信計				
	設定額 (A)	解約額 (B)	償還額 (C)	年末 元本額	資金増減額 (D=A-(B+C))	設定額 (A)	解約額 (B)	償還額 (C)	年末 元本額	資金増減額 (D=A-(B+C))
1955年	26,381	31,792	13,640	59,519	▲ 19,051					
1956年	51,431	27,163	16,039	67,748	8,229					
1957年	92,544	16,178	7,199	136,915	69,166					
1958年	106,412	25,741	7,890	209,695	72,780					
1959年	182,480	58,876	3,219	330,081	120,385					
1960年	362,066	87,945	-	604,202	274,120					
1961年	588,205	155,751	9,810	1,026,845	422,643	244,490	88,470	-	156,020	156,020
1962年	347,116	229,174	14,161	1,130,627	103,781	83,819	107,160	-	132,679	▲ 23,341
1963年	331,873	274,226	17,884	1,170,388	39,761	109,857	71,021	-	171,515	38,836
1964年	330,158	293,573	45,415	1,161,558	▲ 8,829	122,332	84,811	-	209,036	37,521
1965年	196,829	349,502	42,556	966,328	▲ 195,229	120,665	110,132	-	219,569	10,533

[出所] 『証券投資信託三十五年史』より作成

運用預り有価証券の種類および運用状況の推移

（単位：百万円）

	運用総額	種類			運用区分		
		特殊債	社債	差入担保	その他	うち割引金融債	
1958年9月	62,701	61,984	61,384	568	53,812	5,283	
1959年9月	108,347	107,602	105,381	673	88,793	19,420	
1960年9月	146,076	144,875	141,666	969	116,061	30,015	
1961年9月	139,833	138,552	134,794	1,239	116,988	22,845	
1962年9月	154,284	152,127	143,946	2,005	129,030	25,254	
1963年9月	209,197	205,337	196,967	3,386	156,319	52,877	
1964年9月	249,079	244,685	235,557	3,714	195,891	53,189	

[出所] 『大蔵省証券局年報』より作成

4. 第2次高度成長期（昭和40年代） 昭和40年代は証券恐慌で幕を開けた。1964年9月期決算で、全国証券業者は264億円の赤字を計上していた。特に山一証券は経営が悪化しており、1965年3月末の赤字は、資本金80億円に対して282億円にのぼった。1965年5月21日、ついに山一証券の経営危機が明らかになる。政府は信用不安の発生を回避するため、5月28日深夜、日本銀行法第25条を初めて発動して、無担保、無制限の日銀特融を山一証券へ行うことを発表した（実際は、担保が徴求されていた）。その後もしばらく、株価は下落を続けたが、政府が戦後初の赤字国債発行方針を明らかにすると、株価は回復に転じた。一方で、証券恐慌は、証券業界再編の基因ともなった。政府は証券取引法を改正し、証券業に免許制を導入した。証券界では、証券恐慌前後の登録取消や自主廃業に加え、免許制に備えた証券業者の合併、統合などが行われた。その結果、証券業者の数は1963年末の593社から、免許制移行時には277社へと半減した。

昭和40年代には、証券市場の国際化も進んだ。1964年、日本はIMF8条国へ移行、OECDにも加入し、資本取引の自由化を公約した。このため、1967年7月以降、5度に分けて資本自由化措置が講じられた。これによって、外国人の株式取得制限は徐々に緩和され、最終的には一部の業種を除いて自由化された。資本取引の自由化とは、海外投資家だけでなく、海外の発行者や仲介者を受け入れることでもある。1970年にはアジア開発銀行が円建て外債を発行し、1972年には外国株式の国内販売も開始され、1973年には東京証券取引所に外国部が設けられた。そして、外国証券会社の日本進出も始まり、1972年にはメリルリンチ証券東京支店へ、外国証券会社初の証券業免許が付与された。

こうした資本取引の自由化は、外国企業による日本企業の乗っ取りも可能にすることを意味した。そのため、上場会社は安定株主工作で対抗した。企業が相互に株式を持ち合えば、相対的に市場に供給される株式は少なくなり、乗っ取りからの防衛を容易にする。この時期の株式持ち合いは、乗っ取り防衛の観点から行われた。その後、増資の形態が従来の株主割当額面発行から、公募時価発行へ移行すると、発行会社は時価発行に備える観点からも高株価を歓迎し、株式の持ち合いを推進した。その結果、法人の株式保有比率が高まる一方、個人の株式保有が減少するといった株式保有構造上の変化が見られた。

株価（東証修正平均，TOPIX）の推移（1965－1974年）



〔出所〕『証券統計要覧』『日本経済新聞』『東証統計年報』より作成

証券業者数の推移

年度	会社数増減		年度末会社数	営業所数	資本金 (単位：100万円)	1社当たり資本金 (単位：100万円)
	増加	減少				
1948	959	11	948			
1949	292	113	1,127	1,889	3,014	2.7
1950	18	209	936	1,601	3,454	3.7
1951	11	109	838	1,642	3,767	4.5
1952	71	73	836	1,794	6,683	8.0
1953	52	52	836	2,105	10,115	12.1
1954	11	83	764	1,997	10,713	14.0
1955	2	66	700	1,901	10,826	15.5
1956	7	55	652	1,848	12,022	18.4
1957	7	77	582	1,904	18,062	31.0
1958	7	32	557	1,984	19,569	35.1
1959	15	26	546	2,233	29,221	53.5
1960	36	30	552	2,565	39,094	70.8
1961	48	10	590	2,841	74,991	127.1
1962	23	12	601	2,934	78,114	130.0
1963	8	16	593	2,893	100,573	169.6
1964	0	82	511	2,424	126,118	246.8
1965	0	86	425	2,109	125,599	295.5
1966	2	30	397	2,009	118,632	298.8
1967	0	113	284	1,869	119,955	422.4
1968	0	7	277	1,572	119,904	432.9

〔注〕 1959年度以前の営業所数・資本金は年末時点
〔出所〕『大蔵省証券局年報』より作成

株式保有状況の変化

所有者別		年度										
		1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
法人	政府・地方公共団体	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
	金融機関	26.8%	29.8%	30.6%	32.0%	31.9%	32.3%	33.9%	35.1%	35.1%	35.5%	36.0%
	証券会社	5.4%	5.4%	4.4%	2.1%	1.4%	1.2%	1.5%	1.8%	1.5%	1.3%	1.4%
	事業法人等	21.0%	18.6%	20.5%	21.4%	22.0%	23.1%	23.6%	26.6%	27.5%	27.1%	26.3%
個人	外国法人	1.9%	1.7%	1.7%	2.1%	3.1%	3.0%	3.4%	3.4%	2.8%	2.4%	2.5%
	法人計	55.1%	55.5%	57.2%	57.6%	58.4%	59.6%	62.4%	66.9%	66.9%	66.3%	66.2%
個人	個人・その他	44.4%	44.1%	42.3%	41.9%	41.1%	39.9%	37.2%	32.7%	32.7%	33.4%	33.5%
	外国人	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	個人計	44.6%	44.3%	42.5%	42.1%	41.3%	40.1%	37.4%	32.8%	32.8%	33.5%	33.6%

〔注〕 金融機関の中には、投資信託も含む
〔出所〕『株式分布状況調査』より作成

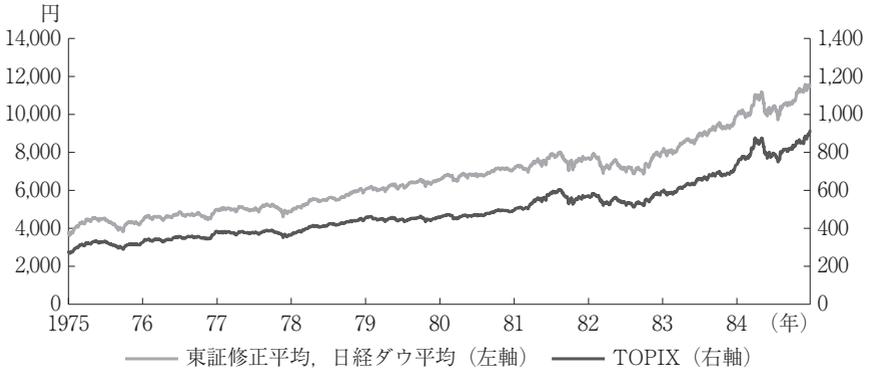
5. 石油ショックへの対応（昭和50年代） 昭和40年代末には、日本経済を揺るがす大きな出来事が相次いで起きた。それはニクソンショック（1971年）であり、変動相場制の導入（1973年）や第1次石油ショック（1973年）である。石油ショックは、1979年にも再び起きた。二度に亘る石油ショックを、企業は「減量経営」で、政府は財政拡張政策で乗り切ろうとした。この財政拡張政策を裏付けたのが、赤字国債の「大量」発行であった。

戦後、わが国の国債発行は、前項で述べたとおり1965年度から始まる。その特徴は、市場実勢を無視した低金利で国債を発行し、それを引受シ団金融機関の資力に応じて強制的に割り当てたことである。このような人為的に低利固定された相場を維持するには、金融機関に国債を自由に市中売却させてはならない。当時の国債発行額は、日銀の成長通貨供給量の範囲内であったため、日銀は金融機関の保有する国債を、発行後1年を経過したものはほぼ全額買い取った。しかし、石油ショック後の国債発行が、「大量」発行と言われるのは、1975年以降の国債発行額が、成長通貨供給量を上回ったためである。

大量の国債が発行されると、従来の流動化政策では限界に達し、国債の市中消化が不可避となった。そこで政府は、1977年に制限付ながら国債の市中売却を認めた。その後、売却制限は段階的に緩和され、国債流通市場の自由化が実現した。他方、国債の応募者利回りは、規制金利体系の基準金利でもあり、これの自由化は人為的規制金利政策の転換を迫るものであった。そのため、国債発行市場の自由化は、政府内にも根強い反対があり、遅々として進まなかった。しかし、1981年6月のシ団金融機関による国債引受拒否を契機に、国債発行条件の自由化、各種長期金利の自由化が進んだ。

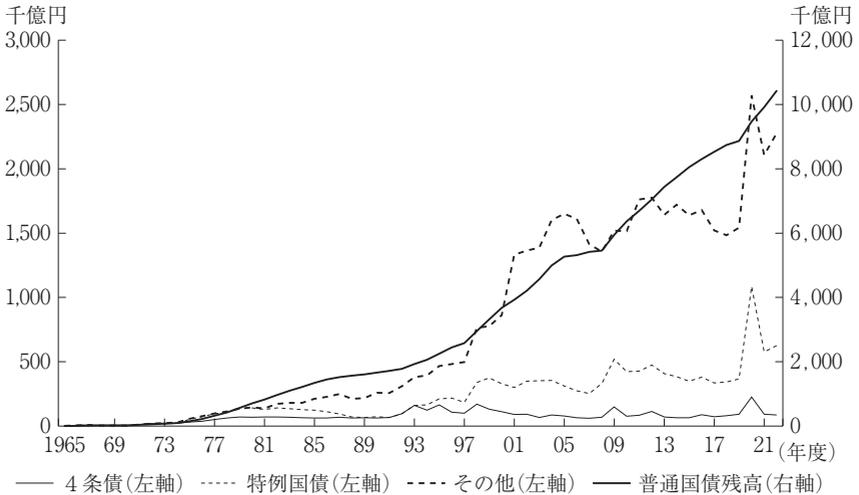
また、この時期には、もう一つの「コクサイ」化も進展した。昭和50年代には日本の対米貿易黒字が大幅に拡大し、これが両国の貿易、経済摩擦問題へと発展した。アメリカは、日本の金融、資本、サービス市場の閉鎖性こそが問題の真因であるとして、経済構造全般に対する改革を求めた。この一連の過程で「日米円ドル委員会」が開催された。この委員会でアメリカは、市場メカニズムが機能する自由化された金融、資本市場こそが、最適な資源分配を可能にするとして、日本政府にそれを妨げる種々の規制の撤廃を強く求めた。こうした「二つのコクサイ化」が金融自由化の基因となった。

株価（東証修正平均、日経ダウ平均、TOPIX）の推移（1975—1984年）



〔出所〕『日本経済新聞』『東証統計年報』『証券統計年報』より作成

国債発行額および国債残高の推移（～2022年度末時点）



※国債発行額は収入金ベース

※特例国債の中には、臨時特別公債、減税特例公債、震災特例公債を含む

※その他は、年金特例債、復興債、財投債、借換債の合計

〔出所〕財務省ホームページより作成

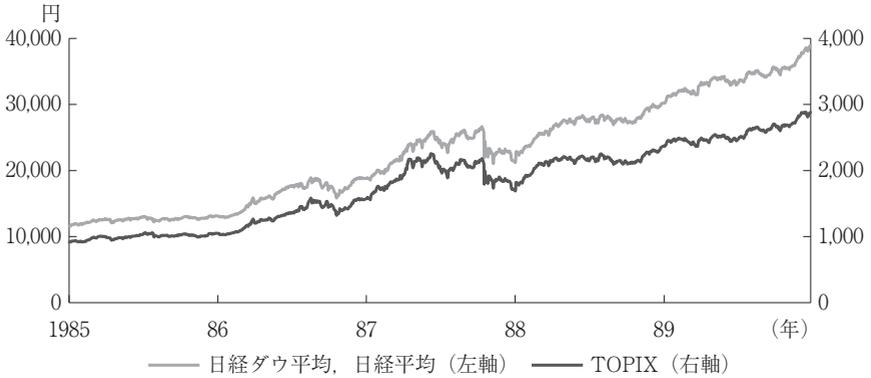
6. バブル経済前後の発展（昭和60年—平成元年） 1984年に出された「日米円ドル委員会報告書」で、アメリカは日本に金融、資本市場の自由化、円の国際化を強く要求した。これを受けて日本政府は、預金金利の自由化をはじめとする国内金融市場の自由化、外国証券会社への東証会員権の開放など、外国金融機関による対日アクセスの改善、ユーロ円市場の自由化を実施に移した。東証の会員権開放を巡っては、東証が政府の要請を受けて、1985年、定款に定められた会員定数を改定して、第一次開放が行われた（以後、第三次開放まで行われ、外証25社の会員加入が承認された）。

そして、金利の自由化は、1985年に大口預金金利の自由化が行われ、これ以後、預金金利の自由化が進展した。その結果、全国銀行の自由金利調達比率は、1984年度末の7.5%から1989年には53%へと急増し、銀行の資金調達コストを上昇させた。他方、大企業の資金調達は、銀行融資から証券発行へと変化し、大手銀行は主要取引先（重化学工業企業）への融資を縮小させていた。そのため、大手銀行は、融資対象の拡大（不動産、建設業など）、国際業務への進出とともに、証券業務への参入を企図し、証券界との業際問題が本格化した。

また、1985年には「プラザ合意」が行われた。プラザ合意後、円ドル相場では円が急上昇し、輸出依存度の高い日本経済は円高不況が懸念された。そのため日銀が、1986年1月以降、相次いで公定歩合を引き下げ、日本経済は景気回復過程に入った。ところが、1987年10月19日にアメリカでブラック・マンデーが起き、各国で不況回避のために金融緩和が行われ、景気回復過程にあった日本でも、公定歩合が低利のまま据え置かれた。このため、地価や株価は上昇を続けた。資産価格の上昇を背景に、企業は銀行借入や証券発行で調達した資金で、金融収益の拡大を目指して財テクを行い、融資先減少に悩む金融機関も、証券投資を積極化した。証券投資の活発化を受けて日経平均株価は、プラザ合意前（1985年9月末）の12,716円52銭から、1989年末には38,915円87銭へと上昇し、史上最高を記録した。

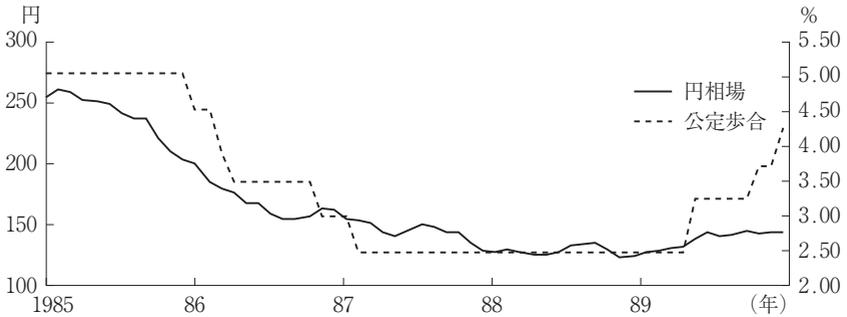
この時期には、新たな取引手法も導入された。1985年の債券先物取引を皮切りに、1987年には株価指数先物取引、1989年には株価指数オプション取引が開始された。こうして、日本市場は現物、先物、オプション取引を完備する市場となった。

株価（日経ダウ平均，日経平均，TOPIX）の推移（1985—1989年）



〔出所〕「日本経済新聞」『証券統計年報』より作成

円相場と公定歩合の推移



〔出所〕日本銀行ホームページより作成

委託者別株式売買構成比

(単位：億株)

	総合証券 委託売買高	個人	外国人	生損保	銀行	投資信託	事業法人	その他
1983年	1,250.7	59.5%	15.9%	1.3%	3.5%	4.4%	9.3%	6.1%
1984年	1,344.5	54.6%	17.3%	1.2%	5.3%	4.4%	11.5%	5.7%
1985年	1,615.6	49.5%	15.4%	1.2%	10.6%	5.0%	11.6%	6.6%
1986年	2,772.0	41.7%	13.8%	1.1%	16.1%	5.4%	15.4%	6.5%
1987年	3,683.4	36.8%	12.4%	1.0%	21.5%	5.6%	17.0%	5.8%
1988年	3,979.2	34.8%	9.1%	1.2%	24.7%	6.8%	17.7%	5.7%
1989年	3,395.1	32.3%	10.8%	1.2%	25.4%	10.0%	14.6%	5.7%

※総合証券の委託売買高は、各社の売り、買いを合計したもの。

※三市場第一部、第二部合計

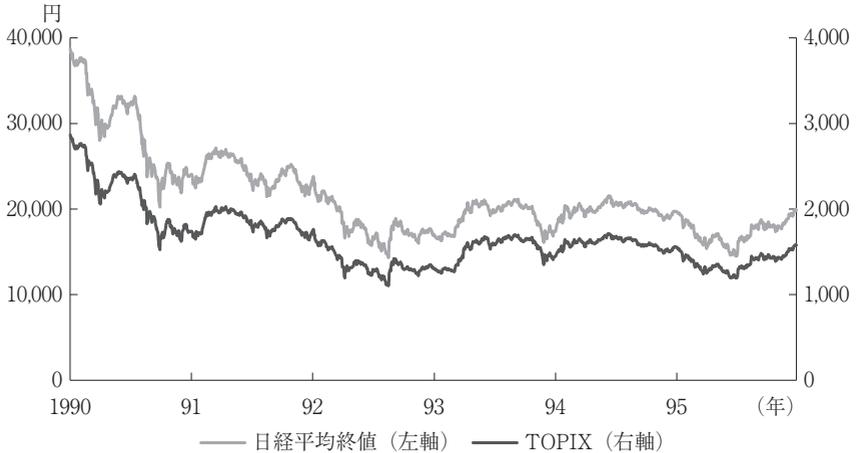
〔出所〕『東証要覧』より作成

7. 証券不祥事と金融制度改革（平成2年－7年） 世界的な金融自由化の流れや大企業の資金調達方法の変化に伴い、1980年代半ばから日本でも金融制度改革の議論が始まった。この議論では金融制度調査会が先行し、戦後の金融制度の根幹にあった長短分離、信託分離、銀証分離といった専門金融機関制度の見直しが検討された。銀行の証券業務参入に積極的な金融制度調査会は、業態別子会社方式による相互参入を望ましいと結論づけ、証券取引審議会に銀証分離制度の見直しを要請した。これに対し、証券取引審議会は、銀行の証券業務参入を警戒し、両者には温度差があった。ただ、証券取引審議会もこれに伴う弊害防止措置（当分の間、孫会社の場合も含めた株式ブローカー業務の禁止など）の実施を条件に、相互参入を容認したため、1992年6月に金融制度改革関連法が制定され、業態別子会社による相互参入が実現した。

金融制度改革の議論が一段落した頃、金融、証券界に激震が走った。金融・証券不祥事の発覚である。証券不祥事は、バブル期に大手証券が、法人顧客などの大口顧客に対し、損失を補填していたことが税務調査から明らかになり（1991年8月時点のそれは、四大証券および準大手、中堅の17社合計で約1,720億円とされた）、その他にも暴力団関係取引や、相場操縦疑惑なども発覚し、社会問題化した。損失補填の多くが、営業特金勘定（特定金銭信託の運用を一任勘定取引で委任されていたもの）での損失に対して行われた。その手法は債券取引を装った利益提供や、決算期の異なる顧客に、損失が出ている証券を簿価で一時的に引き取らせる「飛ばし」の斡旋などが用いられた。

当時、事後の損失補填は、法律で禁じられておらず、即座に証券取引法が改正され、一任勘定取引の禁止と事前事後の損失補填が禁じられた。この問題に対して、「業者の保護、育成的な行政と固定手数料料制によって、過剰利益を得られたことが損失補填を可能にした」や、「損失補填の禁止や証券会社を罰するだけでなく、金融制度改革の実現こそが問題解決には必要」などの批判が相次いだ。また、1991年9月には「臨時行政改革推進審議会」が、再発防止策として手数料自由化、新規参入の促進、検査監督機関の大蔵省からの分離を答申した。この答申を受け、1992年7月に証券取引等監視委員会が創設された。臨時行政改革推進審議会による他の答申内容は、後に実施される金融ビッグバンの下地となり、新たな金融、資本市場の枠組み作りに生かされた。

株価（日経平均，TOPIX）の推移（1990—1995年）



〔出所〕「日本経済新聞」『証券統計年報』より作成

金融機関の証券子会社一覧

年月	新規営業開始会社
1993年7月	興銀証券（現：みずほ証券）、長銀証券（現：UBS証券）、農中証券（現：みずほ証券）
1993年11月	住友信証券（2000年清算）、三菱信証券（現：三菱UFJモルガン・スタンレー証券）
1994年7月	あさひ証券（1999年解散）
1994年8月	安田信証券（現：みずほ証券）
1994年11月	さくら証券（現：大和証券）、三和証券（現：三菱UFJモルガン・スタンレー証券）、第一勧業証券（現：みずほ証券）、富士証券（現：みずほ証券）、三菱ダイヤモンド証券（現：三菱UFJモルガン・スタンレー証券）、住友キャピタル証券（現：大和証券）
1995年3月	東海インターナショナル証券（現：三菱UFJモルガン・スタンレー証券）
1995年4月	北海道拓殖証券（1998年解散）
1995年5月	三井信証券（1999年廃業）
1995年10月	東洋信証券（1999年清算）
1996年11月	しんきん証券、横浜シティ証券（1999年清算）
1997年8月	トウキョウフォレックス証券（現：ICAP東短証券）、日短ブローカーズ証券（現：セントラル東短証券）
1997年11月	上田短資証券（2001年解散）
1998年10月	日立クレジット証券（現：DBJ証券）

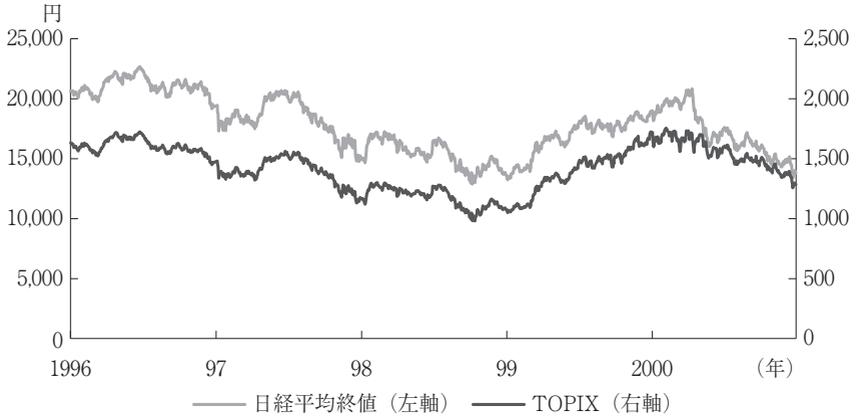
〔出所〕「日本経済新聞」『大蔵省証券局年報』『金融監督庁の1年』『金融庁の1年』より作成

8. 金融システム改革法の議論と実施（平成8年－12年） バブル経済の崩壊は、大きな爪痕を残した。株価の下落は証券不祥事、地価の下落は不良債権処理問題として現出した。特に、不良債権処理問題は抜本的な解決策を打ち出せないままに時間だけが経過し、その後、金融界は10年近い歳月を不良債権処理に追われ続けた。他方で、その間に、日本市場から外国企業や投資家、金融取引が撤退する、いわゆる「金融の空洞化」が現実的問題となっていた。そこで1996年、当時の橋本首相が打ち出したのが「金融ビッグバン構想」であった。この構想では、2001年までに不良債権処理の進展とともに、フリー、フェア、グローバルを原則に、日本の金融市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融センターに再生することが目指された。

この議論は、証券取引審議会、金融制度調査会、保険審議会、外国為替審議会、企業会計審議会の各審議会で行われ、従来の銀行を介した資源分配（＝間接金融体制）から、市場機能を活用した資源分配を可能とする金融システム（＝直接金融体制）への転換が打ち出された。1998年10月の「金融システム改革法」では、資産運用手段の充実、活力ある仲介を通じたサービスの提供、特色ある市場システム整備、利用者が安心して取引を行うための枠組み作りが提起された。なかでも、株式売買委託手数料の自由化、証券業の登録制への移行は、証券会社にビジネスモデルの変革を迫るものであり、一方、取引所集中義務の撤廃は市場間競争を促すものであった。

金融ビッグバン構想提起とほぼ同時期に、大規模金融機関が経営危機や、破綻に至った金融危機も発生した。銀行では拓銀、長銀、日債銀が、証券会社では準大手の三洋証券や、四大証券の一角を占めた山一証券が破綻した。従来であれば、大手金融機関が破綻金融機関を吸収、合併して救済が図られたが、もはやこの時点ではその余力のある金融機関はなく、金融機関の不倒神話は崩壊し、護送船団行政も終焉を迎えた。また、この危機を契機に、大手金融機関は、従来の企業集団の枠を超えて再編され、4大金融グループへ集約された。さらに、4大金融グループは、系列証券の再編にも乗り出し、準大手、中小証券の再編も進んだ。また、証券業の登録制移行や株式売買委託手数料の自由化と同時期に、IT革命も起こり、ネット証券をはじめとする新たなビジネスモデルをもった業者の新規参入が相次ぎ、証券業務の担い手にも変化が見られた。

株価（日経平均，TOPIX）の推移（1996-2000年）



〔出所〕「日本経済新聞」『証券統計年報』より作成

ビッグバンでの証券市場に関わる改革項目およびスケジュール

	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度
I. 投資対象（魅力ある投資対象）					
(1) 新しい社債商品の導入					
(2) 証券デリバティブの全面解禁					
(3) 投資信託の整備					
○証券総合口座の導入					
○銀行等の投信窓販の導入					
○私募投信の導入					
○会社型投信の導入					
(4) 有価証券定義の拡大					→
(5) 企業活力の向上と資本の効率的利用の促進					
II. 市場（信頼できる効率的な取引の枠組み）					
(1) 取引所取引の改善と取引所集中義務の撤廃					
(2) 店頭登録市場の流通面の改善					
(3) 未上場・未登録株の証券会社による取扱いの解禁					
(4) 貸株市場の整備					
(5) 証券取引・決済制度の整備					→
(6) 検査・監視・処分および紛争処理体制の充実					→
(7) ディスクローチャーの充実					→
III. 市場仲介者（顧客ニーズに対応した多様なサービス）					
(1) 株式委託手数料の自由化					
(2) 証券会社の専業義務の撤廃と業務の多角化					
(3) 持株会社の活用					
(4) 資産運用業の強化					
(5) 証券会社の健全性チェックの充実					
(6) 仲介者の参入規制の改革					
○免許制から登録制への移行					
○相互参入の促進（業態別子会社の業務制限の撤廃）					
(7) 破綻処理制度の整備					
○分別管理の徹底					
○寄託証券補償基金の充実					
証券税制の見直し					
新金融行政体制への移行					

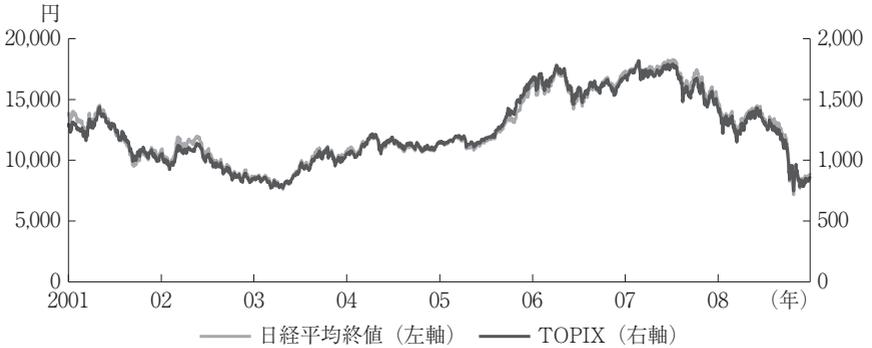
〔出所〕『証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～』から引用

9. ビッグバン以降（平成13年－20年） 2000年代になると不良債権処理問題は転機を迎えた。構造改革を訴えた小泉政権は、不良債権処理を最優先課題に位置づけ、「金融再生プログラム」（2002年10月）に基づく不良債権の最終処理を進めた。その際、銀行財務に著しい資本不足の発生や企業倒産、失業者増加の恐れもあるため、前者には金融システムの安定維持に向けた公的資金が、後者には企業再建の仕組み（民事再生法の制定や整理回収機構、産業再生機構などによる企業再生）が準備され、これらの抑制が企図された。

一方、2001年6月の「骨太の方針」や同年8月の「証券市場の構造改革プログラム」、翌年8月の「証券市場の改革促進プログラム」では、「貯蓄から投資へ」のスローガンの下、証券市場をわが国金融システムの中心にし、幅広い投資家の参加する真に厚みのある、市場機能を中核とした市場型金融システムへの転換が推進された。これらでは、販売チャネルの拡充（銀行証券共同店舗の解禁や証券仲介業制度の導入など）や金融商品・金融サービスの多様化（ラップ口座の実質的解禁など）、公正性、透明性確保（情報開示の徹底や監査法人に対する監督強化など）などが提起され、これらにより、幅広い投資家が参入する信頼される市場作りが目指された。こうした改革の実施に伴い、株式、債券、投資信託などのリスク性資産への家計金融資産の配分は、2006年まで増加傾向にあった。他方で、こうした改革に伴い、複雑な金融商品、金融取引も増え、利用者保護ルールの徹底、多様化した投資商品に対する包括的な規制も求められた。そこで、証券取引法が改正され、「金融商品取引法」が施行された。

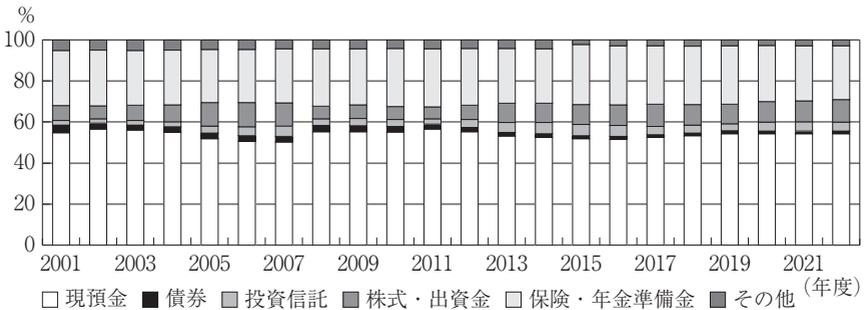
また、金融ビッグバン以後、リテール証券ビジネスの変革と各取引所間の市場間競争が本格化した。前者では、株式委託売買手数料の自由化後、委託手数料収入が伸び悩んだ。そのため、大手証券を中心にブローカー業務中心のビジネスから、預かり資産残高を重視する「資産管理型営業」へ転換し、市況依存からの脱却が図られている。他方、後者では市場間競争には上場誘致競争と取引誘致競争があり、前者に関しては、2000年頃から各取引所に新興市場が次々と創設され、新興、成長企業の上場が相次いだ。後者に関しては、東証が市場間競争に先駆けて、株式売買の電子化や立会外取引の導入などを行い、その地位を強固にした。しかし、株式取引の東証一極集中は、地方証券取引所の地盤沈下を顕著にし、2000年頃にはその再編が相次いだ。

株価（日経平均，TOPIX）の推移（2001－2008年）



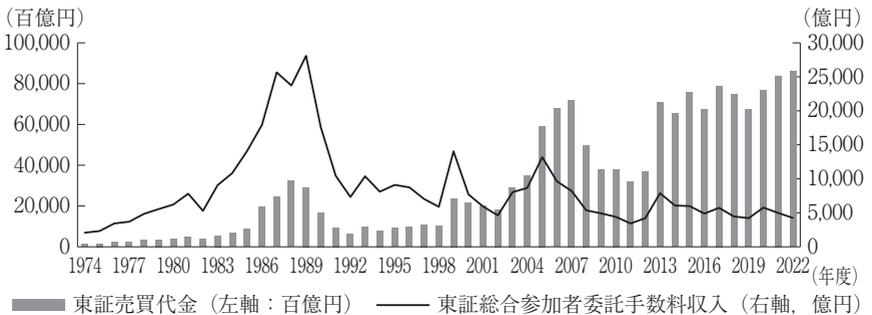
〔出所〕 「日本経済新聞」『東証統計月報』『証券統計年報』東京証券取引所ホームページより作成

家計の金融資産と種類別構成比の変化（各年度末時点）



〔出所〕 日本銀行ホームページより作成

東証売買代金と委託手数料収入の推移（2022年度末時点）



〔出所〕 『東証統計月報』、『東証要覧』『証券』『東証ホームページ』より作成

10. リーマンショック後の変化（平成20年以降） リーマンショック後の世界経済は、ギリシャ債務問題に端を発する欧州債務危機、米中貿易摩擦、さらには新型コロナウイルス感染症のパンデミックなど、不確実性を増している。こうした危機のたびに、各国は財政出動や金融緩和を行った。

日本銀行はこれらに加えて、デフレ脱却も目的として2013年から大胆な金融緩和を実施し、国債のみならずETFやREITの購入も行っている。これに伴って日本銀行の資産は2013年3月末時点の164兆円から、2022年末時点で704兆円へ急拡大した。しかも日本銀行の購入資産には、海外の中央銀行が購入していないETFやREITも含まれ、その額は約37兆円に達し、2020年11月時点で、日本銀行が事実上の筆頭株主となっている企業が100社を超えていると報道された。こうした大量の国債やETFの購入によって、市場での日本銀行の存在感の高まりによる市場機能低下が懸念されている。ただ、こうした世界的な金融緩和は2022年から修正が始まり、日本でも10年に及んだ金融緩和政策の出口が意識され始めている。

また、企業の収益力向上に向けたコーポレートガバナンス改革も行われた。この改革では、上場企業が守るべき規範を示したコーポレートガバナンスコードや責任ある機関投資家としての諸原則をまとめた日本版ステewardシップ・コードが導入され、中長期的な企業価値、リターンの向上が目指された。これらのコード導入後、機関投資家による議決権行使結果の開示や投資先企業とのエンゲージメントも行われ、社外取締役や女性取締役の選任、株式持ち合いの解消が進み、近年は資本コストを意識した経営の実現も求められている。

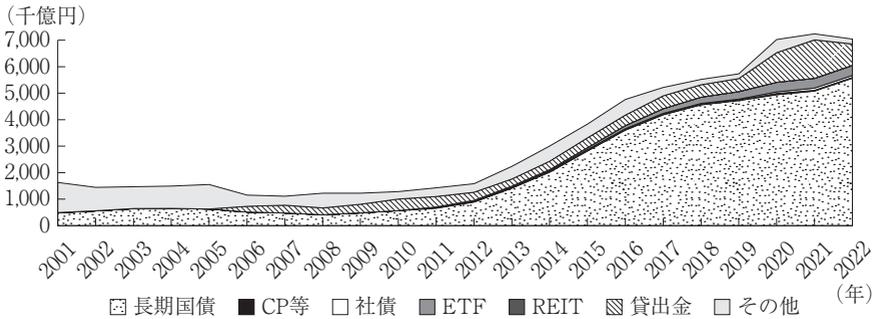
もう一つの変化として、高頻度取引（HFT）やロボ・アドバイザーに代表される証券取引へのITの活用が挙げられる。2010年に東証が売買システムを更新したことが契機となってHFTの参入が本格化し、金融庁によれば2021年3月にはコロケーションを経由した注文件数が80%に達している。そして、日本でもHFTの本格参入、信用取引の開始によってPTSの利用も増加を始め、全取引額に占めるシェアは約10%へと拡大している。一方で、個人の資産運用にも変化が見られ、2016年にはAIを用いて資産運用を自動で行うロボ・アドバイザーのサービスが日本でも開始され、20、30代を中心に利用が増え、2022年度末の預かり資産は専業業者のみで1兆3,000億円を超えている。

株価（日経平均，TOPIX）の推移（2009年以降）



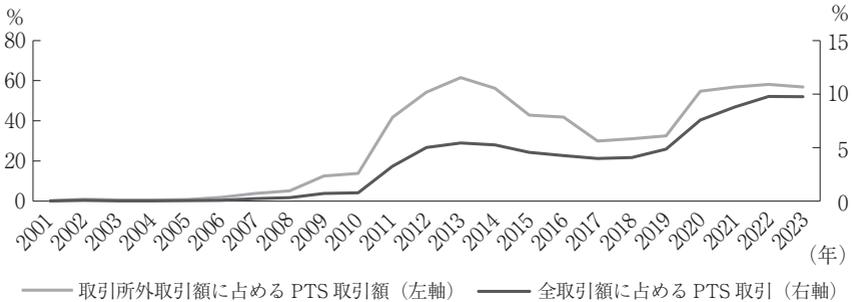
〔出所〕 「日本経済新聞」東京証券取引所ホームページより作成

日銀保有資産の推移（2022年度末時点）



〔出所〕 日本銀行ホームページより作成

PTS での取引の推移（2023年7月末時点）



〔出所〕 日本証券業協会ホームページより作成