

創刊から五〇年を迎えた証研レポート

中島 将隆

はじめに

証研レポートの第一号が発行されたのは昭和三三年二月一日に遡るから、平成二〇年二月発行の月号をもって、創刊から五〇年を迎えたことになる。この五〇年間、証研レポートは中断されることなく定期的に発行され、発行号数は一六五一号、掲載された論文数は六〇六六本に達する。大阪研究所の発行する定期刊行物は他に「証券経済」や「証研資料」等があったが、何れも東京研究所の出版物と統合され、今日では「証研レポート」が大阪研究所の唯一の発行物となった。従って、証研レポート五〇年の歴史は、大阪研究所五〇年の歴史ともいえるだろう。

証研レポートは、創刊号から今日まで、何ら変わることなく共通しているところがある。まず、レポートのデザインである。表紙のタイトルやデザインは今も昔も全く同じであり、ハンディな小冊子という点でも変わりない。また、昨今流行の多色刷りではなくモノトーンである。この間、一度だけデザインを変えようと、黄色の紙で発行されたことがある。だが、黄色のレポートは世にいう「イエローペーパー」であり、証研レポートの品位を落とすと外部からの批判があった。「イエローペーパー」は世俗的な経済情報誌の蔑称である。好意的な外部からの批判を受けて、黄色の紙面は二号だけの発行で終わり旧に戻っている（昭和四七年四月）。また、証研レポートで取り上げるテーマも共通している。どの時期にあっても常に当面する証券市場に係わる新しい問題、鮮

度の高い旬の問題をテーマにしている。取り上げた問題を分析する重点の置き所は変わっても、現実問題をテーマにしている点では、いささかの变化もない。

とはいえ、この五〇年間、何の変化も無かったというわけではない。毎号発行される論文の数や発行方式、内容の重点の置き所、こうした点では大きな変化が見られる。証研レポートの執筆は外部原稿ではなく研究所のメンバーである。従って、構成メンバーが増えれば論文の数も増え、また、カバーする問題領域も広がる。研究テーマは与えられたものではなく、研究員の自由に委ねられているから、構成メンバーが増えると多面的なテーマを扱うことができる。ところが、構成メンバーが少なくなると、掲載論文も少なくなり、発行形式も変化せざるを得ない。証研レポートは長らくの間、毎週、発行されてきた。しかし、研究員のメンバーが減少すると毎週発行が困難となり、月刊発行となった。さらに、大阪研究所を巡る環境の変化によって専任研究員体制から客員研究員体制へ移行すると、月刊発行も困難となり、現在のように隔月発行になった。証研レポートのタイトルや取り上げる問題に変わりはないが、上述のように変化しているのである。

そこで、この五〇年間、証研レポートはどのような歴史を辿ってきたか、過去のレポートを読み返し、様々の記録を辿って、創刊号から今日までの歴史を振り返ってみることにしたい。

以下では、大阪研究所という表現を用いるが、厳密には(財)日本証券経済研究所大阪研究所である。創設当時の名称は「大阪証券経済研究所」であったが、昭和四四年に東京研究所と統合し、「(財)日本証券経済研究所大阪研究所」と名称が変更された。本稿では、表現を簡略にするため大阪研究所という用語を使用する。また、所内メンバーについては敬称を省略することをお断りしたい。

1 大阪研究所の創設と証研レポートの発行

証研レポートは大阪研究所の創設と同じ時期に発行されるようになった。「大阪証券経済研究所」は、戦後北浜証券界の重鎮であった高橋要氏のリードによって昭和三十七年七月に創設された。高橋要氏は大阪研究所の創設について、対談で次のように設立の経緯を回顧している。「私は『これからの証券界は、しっかりした経済分析のできる調査機構を持たないと時代に立ち遅れる』と思います、証券界の手で研究所をつくろうと考えたのです。そこで、勉強家の熊取谷（武）さんに目をつけた。：ただし、ほくのいう研究所では、統計を集めて整理するような仕事はいらん、生きて動いている経済をとらえる研究をやらんか、やる気があるなら、こっちの取引所と協会を中心にして研究所を作ってやるがどうだ、といった。そしたら、それは結構ですな、というので始めたのです」（日本証券史資料 戦後編 第四巻 一四五頁）。そして、大阪研究所の所長として熊取谷が迎えられた。

研究所が創設されると次々と定期刊行物が創刊され、三四年八月には「証券経済月報」と「証研資料」、三四年一二月には「株価見通し」、三七年には「銘柄ジャーナル」が発行された。多くの刊行物が創刊される中で、最初に発行されたのが「証研レポート」である。そして、多くの刊行物が統合もしくは廃刊される中で、レポートだけが今日まで存続しているのである。

証研レポートが創刊されたのは昭和三三年二月一日であったが、発行当初は旬刊であり、昭和三四年六月一二日（一九号）まで旬刊発行が続いた。掲載論文数は一〇号までが五本、一一号から一九号までが六本である。

注目すべきは、証研レポートの原型はこの時期に形成されたと思われる。創刊号の目次を見ると、冒頭論文に熊取谷の「世界的な株不足の底流」があり、次いで研究員の論文「結論のでた資本組入改正案」、「楽観的な経済

見通し」、「証取法第四九条への疑問」、「アメリカの株高と機関投資」と続いている。熊取谷のテーマは株価の見通しに関する論文だが、研究員の論文テーマは市況分析や学際的な問題、海外証券市場の紹介等である。また、翌年の新年号には「今年の景気と株価」というタイトルで熊取谷が執筆している。このスタイルは、熊取谷が証研レポートを執筆する昭和五五年一月（一〇八八号）まで変わることなく継続し、熊取谷は毎週発行のレポートに巻頭論文を執筆し、新年号には必ず「今年の景気と株価」という内容で株式市場の予測を行っていた。

創設当初の研究員は二名からスタートしたが、年末には四名となり、三四年には七名、三五年には一四名と増えていく。研究員の増加と共に証研レポートの発行体制も整って昭和三四年六月から週刊で発行されることになった。表1は、証研レポート発行の推移を、研究員の構成、発行形式と論文数の変化から区分したものである。以下では、この区分に従って、各時期の特徴を簡単にみていく。

2 研究員の増加と証研レポートの拡大（昭和三四年六月～昭和四二年五月）

証研レポートは昭和三四年六月二九日発行の二〇号から週刊で発行されるようになった。以後、週刊発行は昭和六三年三月一四日発行の一四三六号まで継続する。約三〇年間、週刊で発行されることになる。

週刊発行が長らく続くとはいえず、掲載論文数は異なる。昭和三四年六月発行の二〇号から昭和四二年五月発行の四二二号までは、掲載論文数は常に五本であり、また、各種の特集号が発行されている点に大きな特徴がある。この期間は研究員や職員が増員され、この面からいえば、研究所の黄金期ともいえるだろう。

まず、研究員の推移をみると、昭和三五年一四名、三六年一五名となり、三七年から三九年までは実に二二名とピークに達している。事務職員も三四年の五名から三七年には一四名と過去最大となっている。当時において

表1 研究員の構成と証研レポート発行の推移

年	研究員の構成				証研レポートの発行			
	専任	嘱託	客員	計	発行形式	号	論文数	備考
昭和33(1958)	4	—	—	4	旬刊	1~19	5~6	・創刊号発行 昭和33年12月11日 ・昭和33年12月から34年5月まで旬刊発行 ・掲載論文数 5本(1~10号) 6本(11~19号)
昭和34(1959)	7	—	—	7	週刊	20~422	5	・昭和34年6月より週刊発行スタート(週刊発行は昭和34年6月(20号)から昭和63年3月(1436号)まで継続) ・多くの特集号が発行 ・論文数は常に5本
昭和35(1960)	14	—	—	14				
昭和36(1961)	15	—	—	15				
昭和37(1962)	21	—	—	21				
昭和40(1965)	20	—	—	20				
昭和41(1966)	19	—	—	19				
昭和42(1967)	13	—	—	13	週刊	423~699	4	・論文数は常に4本
昭和43(1968)	12	—	—	12				
昭和44(1969)	11	—	—	11				
昭和45(1970)	9	—	—	9				
昭和47(1972)	7	—	—	7	週刊	700~1087	3	・論文数3本は、ほぼ3本で推移
昭和49(1974)	8	—	—	8				
昭和53(1978)	7	—	—	7				
昭和55(1980)	6	—	—	6	週刊	1088~1436	2	・昭和55年11月 1088号で熊取谷武 証研レポートを擲筆 ・論文数は2本となり、レポートの字数制限は完全に無くなる
昭和61(1986)	7	—	—	7				
昭和63(1988)	5	—	—	5	月刊	1437~1616	4~5	・証研レポートは週刊発行から月刊発行へ。 ・平成12年以降、専任研究員が少なくなり、証研レポートの発行が困難になってきた。このため、平成12年から大学は移籍した元研究員の寄稿により、掲載論文数を維持。
平成3(1991)	6	—	—	6				
平成4(1992)	7	—	—	7				
平成7(1995)	8	—	—	8				
平成9(1997)	7	—	—	7				
平成12(2000)	7	—	1	8				
平成13(2001)	6	—	4	10				
平成14(2002)	4	—	4	8				
平成15(2003)	1	—	5	6	隔月刊	1617~現在	4~5	・平成15年4月から大阪研究所は専任研究委員会体制から客員研究員体制へ移行。 ・研究体制の変更に伴い証研レポートの執筆は、元研究員を中心とする「証券経済研究会」のメンバーによって、引き続き発行。 ・証研レポートは月刊発行から隔月発行へ変更 ・「証券経済研究会」は毎月開催されていたが、平成19年から月に2回、定例的に開催。
平成16(2004)	0	—	7	7				
平成17(2005)	0	—	8	8				
平成18(2006)	0	—	8	8				
平成19(2007)	0	1	8	9				
平成20(2008)	0	1	8	9				

は、女子の事務職員については全員が研究補助員であった。研究員は各自が各種の新聞や雑誌を精読して現状認識を深めていたが、その中で新聞のスクラップ帳作成は研究に必要不可欠な最も重要な作業であった。このため、各研究員に研究補助員が張り付いて、研究作業をサポートしたのである。

研究員のメンバーが増加すると、様々の企画が可能となり各種の刊行物も増えていく。証研レポートにも、様々の特集号が組まれることになった。特集号は市況分析、その時々々のテーマに焦点を宛てた特集、海外経済・海外証券・海外景気の特集号、企業研究などに分類できる。

市況分析の特集号は「 $\times\times$ 月の株式市場」、「株価展望」、「株価動向」、「市況展望」、「市況動向」といったタイトルで、昭和三四年から昭和四二年までの間、六四回発行されている。また、時々々のテーマに焦点を宛てた特集は、この間、八回組まれている。加えて、海外特集は六回、企業研究は八回の特集がある。

なお、昭和三四年一二月に創刊された「株価見通し」は、三九年一月、証研レポートに併合された。

3 相対的安定期（昭和四二年五月～昭和四七年一月）

昭和四〇年の証券不況によって、これまで増員していた研究員は、一転、減少していく。昭和四一年には研究員は一九名いたが、四二年には一三名となり、以後、毎年減り続け、四五年には九名になった。殆どの研究員は大学へ移籍したからである。しかし、四七年までの研究員は九名であり、その後の時期と比較すると相対的に安定していた時期といえるだろう。

この間の掲載論文数は、常に、四本である。毎週のレポートは熊取谷の巻頭論文で始まり、続いて研究員の論文で構成されている。

前期につづいて、この期間も特集号が編纂されている。市況分析の特集号は六二回、その時々々のテーマを扱った特集も一一回ある。この分野の特集は前期の八回よりも多い点が注目される。更に特筆すべきは、四七年五月から一二月までの間、三一回に亘って「海外証券経済資料紹介」が行われていることである。「海外証券経済資料紹介」は、証研資料「アメリカにおける企業合併」（昭和四七年三月）、「イギリスにおけるテイクオーバーの経済的背景」（昭和四七年四月）、「コングロマリットと証券市場」（昭和四七年八月）と連動し、さらに「証研資料」の別冊である「海外証券経済分析」第一号（昭和四八年四月）、第二号（昭和五〇年一二月）に発展していく。アメリカの銀行信託部の投資活動やアメリカの主要産業と金融機関の分析を通して、現在の問題に繋がるテーマを取り上げているのである。この例にとどまらず、証研レポートで取り上げたテーマは、「証研資料」、「証券経済」で継続的に研究が進められた。海外経済資料の紹介は、その先駆けでもあった。

4 研究員の減少と週刊発行の維持（昭和四七年一二月から昭和五五年一二月まで）

この時期から証研レポートの原稿は三本立てになった。研究員が昭和四七年には七名に減少したからである。三本になったといっても、毎回、厳密に三本であったということではない。四八年には掲載論文四本が一回、五年には三回ある。五三年には掲載原稿が二本となる号数は五回ある。これまでの掲載論文数は一定していたが、研究員の減少で掲載論文数が不安定になってきたのである。

執筆者のメンバーが減少すると、色々な変化が出てくる。研究員の執筆ローテーションは、従来、年間一二本程度であったが、執筆回数も少し増えるようになる。また、論文数が少ないと、従来の字数制限も緩和され、長文のレポートもでてくる。

長らくの間、レポートには字数制限があり、原則として八〇〇字、もしくは一二〇〇字であった。字数制限があれば、限られた誌面で内容を凝縮する文章作成の訓練にはなる。しかし、データに基づく研究成果の報告等は長文となり不可能である。こうした研究成果は「証券経済月報」や「証券経済」に掲載していたが、字数制限が緩和されると、長文の学際的な研究論文も証研レポートに掲載可能となってきた。

字数制限の緩和によって、証研レポートの内容が少し変化してきた。この変化が全面的に出てくるのは、熊取谷が証研レポートを執筆する昭和五五年一月以降からである。

5 熊取谷の擱筆と内容の変化（昭和五五年二月から昭和六三年三月まで）

熊取谷は昭和五三年九月に大阪研究所長を退任し顧問に就任した。顧問就任後も従来と同じく証研レポートに毎号執筆していたが、昭和五五年一月二四日、一〇八八号を以って証研レポートを擱筆した。顧問として平成五年五月まで在任したが、以後、証研レポートに執筆することはなかった。

前述してきたように、熊取谷は証研レポートの創刊号から毎週、巻頭論文の執筆を続け、株式市場の分析を続けてきた。また、証研レポートの新年号には、毎年、「新年の景気と株価の見通し」という同じようなタイトルで相場の見通しを執筆してきた。一月二四日号の最後のレポートのタイトルは「来年へかけての景気の見通し―株価の基調を決めるものとして―」である。新年号に執筆の予定だったろう、と推測できる。

熊取谷の擱筆によって、まず、証研レポートの掲載論文数が少なくなり、昭和五五年二月から六三年三月まで二本になった。掲載論文が三本の号もあったが、継続して三本になったことはなく、単発的に増えたにすぎない。研究員は六名ないし七名で前期よりも減少していること、レポート発行は週刊発行を維持していたから、掲

載論文数が二本になったのである。

次に、レポートの内容にも変化が生じてきたことである。熊取谷の論文は株価の見通しなど、投資家サービスを意識した内容であった。研究員の論文についても、昭和四〇年代末までは、投資家サービスを意識した論文も多かった。しかし、次第に顧客サービスのためのレポートは減少していく。熊取谷の擱筆後も、しばらくの間は、「当面の市況」といったタイトルの論文もあった。とはいえ、多くの証券会社に顧客サービスのための調査部が次々と設置されたこともあり、証研レポートが証券会社の総合調査部機能を果たす必要も薄れてきたのである。

二本の原稿を週刊で発行するようになれば、原稿字数を制限すると小冊子の体裁が整わなくなる。字数制限は前期から現実には有名無実であったが、二本体制に移行してからは、掲載論文の字数が多くなり、現在のレポートとはほぼ同じ字数になった。同時に、テーマについても、より専門的な分野に特化するようになったと思われる。この時期前後から補充研究員は全て大学院博士課程の修了者であったから、専門分野に特化する傾向に拍車がかかったと思われる。

6 週刊発行から月刊発行へ（昭和六三年四月から平成一五年三月まで）

証研レポートは昭和六三年四月から月刊で発行されることになった。創刊以来、三〇年近く週刊で発行されてきたが、週刊発行は六三年三月一四日発行の一四三六号で終了した。月刊発行になったのは、研究員メンバーの補充が困難になったこと、レポートの内容から判断して週刊発行の必要性が薄れてきたこと、論文数が二本では貧弱である、こうした理由に基づくものと推測できる。

昭和六三年から平成一一年までは、研究員数は六、七名で安定している（ただし、昭和六三年は五名、平成七

年(八名)。月刊発行に変更されたため掲載論文数も五本となり、頁数も五〇頁を超えるようになった。以前と比較して分厚くなったが、小冊子の範疇を超えるものではない。レポートの特徴である背広のポケットに入るサイズ、この点は明確に意識されている。

月刊発行になったが、研究員のローテーションの回数に変化はない。レポートのテーマの特徴にも前期と変わらない。昭和六〇年代には、米銀のM&Aファイナンス、M&A関連業務、米国で盛行するLBO、LBOと金融機関、セキュリティゼーション等のテーマが多くなっている。平成に入ると、業態問題や社債制度改革、カントリーフアンド、証券会社経営、グローバルゼーション、デリバティブ等、内外証券市場の重要な問題が取り上げられている。

平成一二年から一三年にかけて証研レポートの発行体制に大きな転機が生じてくる。研究員が退職しても研究員の補充が行われず、研究員は激減した。研究員は平成一二年七名、一三年六名、一四年四名となった。レポート執筆者が激減するとレポートの発行が不可能になる。そこで、平成一二年から大学に移籍した客員研究員に対して、引き続きレポートの執筆を依頼することになったのである。

これまで、証研レポートは専任研究員のみが執筆し、外部からの執筆は全く無かった。僅かに数本の寄稿があっただけである。しかし、この時期から専任研究員以外のメンバーによる執筆が始まった。客員研究員によるレポート執筆者は平成一二年一名、一三年から一五年初めまで四名である。

専任研究員が激減したが、大学へ移籍した元研究員は客員研究員として引き続きレポート執筆に協力したので、この間の論文数は四本と安定している(ただし、平成一四年四月から一五年一二月までは三本)。客員研究員は可能な限り、レポートの継続発行に協力したのである。

7 客員研究員体制への移行と隔月刊行（平成一五年四月から現在）

平成一五年四月、大阪研究所の研究組織は専任研究員体制から客員研究員体制へ移行した。客員研究員は（財）日本証券経済研究所の理事長の委嘱によるもので、大阪研究所には独自の客員研究員制度はない。証研レポートは、平成一五年四月から、理事長の委嘱する客員研究員によって、具体的には大阪研究所の元研究員を中心とする客員研究員によって発行されることになった。

これまでは、専任研究員のメンバーが少なくなっても、レポート発行のバックアップ体制があった。すなわち、研究補助員による新聞記事のスクラップ帳の作成やレポートの執筆、研究活動をサポートする体制が整えられていた。また、証研レポートの原稿発送や印刷所とのやりとりも事務局で行っていた。平成一五年四月から、このバックアップ体制が消滅し、事務局体制も無くなり、客員研究員が自ら行うことになった。

客員研究員によってレポートを継続的に発行するといっても、客員研究員は関西地区だけでなく北陸など各地に散在している。そのなかで、如何にして証研レポートを継続的に発行していくか、大きな課題になってきた。継続的に発行するため、証券経済研究会が継続的に開催されることになった。証券経済研究会は、従来から開催されている研究会だが、この研究会の重要性が一段と高まり、研究会での報告と徹底的な討論をへて、証研レポートの執筆が行われるようになったのである。日本証券経済研究所のホーム・ページには、「証券経済研究会」の報告者と研究報告のタイトルが掲載されている。これをみると、研究会報告のタイトルと証研レポートのタイトルがほぼ同じであることに気付かれるだろう。証研レポートの執筆者は、原則として、この研究会のレギュラーメンバーに限定されている。

当初の客員研究員のメンバーは六名であったが、その後、少しずつ増えて九名となった。また、平成一九年に

は特別嘱託研究員のポストが新設され、研究上での事務体制も少し補強できるようになった。更に、証券経済研究会も平成一九年から月に二回開催されている。研究会開催日が増えると、研究会報告にゲスト・スピーカーを招くことが可能になる。異なる専門分野のゲスト・スピーカーを招き、テーマによっては、研究会メンバーの同意を得た上で、報告内容を証研レポートに掲載している。

研究会のレギュラーメンバーが増え、また、ゲスト・スピーカーの報告もレポートに掲載するようになると、毎号発行されるレポートの本数も増え、昨今の掲載論文は四〜五本となっている。とはいえ、証研レポート発行のバックアップ体制が無くなったこと、客員研究員が各地に散在していること、このため証研レポートの継続発行には相当の努力が必要になっている。特に、レポートのテーマを継続的に発見していくことが難しい。しかし、研究会メンバーは元研究員が中心であり、現在のところ、継続発行が不可能になるほどの大きな困難はない。研究員にとってレポートの執筆は当面の研究目標となり、研究員相互の討論は研究上の新鮮で大きな刺激である。しかし、メンバーの流動化も予想されるので、新たな執筆メンバーの養成が今後の最大の課題となっている。

むすび

証研レポートは、この半世紀間、中断されることなく継続的に発行されてきた。レポートの発行部数は、昭和六三年には四七〇〇部、平成九年には四〇五〇部であったが、その後減少し、今月号の発行部数は二五三〇部である。発行部数の減少は、日本証券経済研究所のホームページで全文が公開されていることにも起因するだろう。この間、レポートの内容に関する批判はあったが、レポートの発行中止を求める要求は未だかつて無い。

継続的に発行されてきたとはいえ、この間、継続発行が危ぶまれる局面が何度もあった。最大の危機は、平成

一三年から一四年にかけて研究員のメンバーが激減し、一五年の初めにはメンバーが実質的には三名になった時である。そして、平成一五年四月から大阪研究所は従来の専任研究員体制から客員研究員体制へ移行し、証研レポート執筆のバックアップ体制も崩壊した時である。こうした危機に直面しながらも、証研レポートが継続的に発行できたのは何故であろうか。この理由を研究システムや研究理念の面から考えてみたい。

まず、継続発行を可能にする牢固たる研究システムが作られていたことである。レポートのテーマとなる新しい問題の発見や、発見した問題を深く追求するには、問題意識を持って新聞を読みスクラップ帳を作成する作業が不可欠である。この作業はネットの新聞記事検索では絶対に不可能である。レポート執筆者には、この作業が研究上の習慣となっている。以前はスクラップ帳の作成には研究補助員のサポートがあったが、現在では各自で行っている。その上で、「証券経済研究会」でテーマを報告し討論を重ねる。スクラップ帳の作成や研究会での報告と討論、この研究方法はレポート執筆の長い歴史が作り出したものであり、客員研究員体制に移行してからは、研究会での報告と討論が特に重要な役割を果たしている。

次に、優れたリーダーの存在をあげることができる。初代所長の熊取谷は研究の自由を最大限に保障し、研究テーマは研究員の自発的な研究に委ねた。熊取谷が所長を退任した後は、見識のある研究員が実質的にリーダーとなり、証研レポートに研究成果を精力的に発表している。新人研究員は先輩研究員の研究スタイルを学んできた。大阪研究所の存続が危機的状態になった平成一五年前後にはリーダーの研究員を中心として、元研究員が「大阪研究所の灯を守ろう」とレポートの継続発行に努力した。この時、中心となるリーダーが居なければレポートの存続は不可能だっただろう。何時の世にも、危機に直面すると優れた人材が頭角を現すものである。

最後に、大阪研究所には研究所創設者の精神が受け継がれている点である。研究所の創設は戦後北浜証券界の

重鎮である高橋要氏の尽力によるものであったが、高橋要氏の研究所創設の理念は、目先の利益ではなく広い視野から現実の証券市場を分析する研究所、という点にあった。高橋要氏の理念は、中ノ島公会堂を寄贈した北浜の岩本栄之助の文化を育てる精神と通じるものがある。北浜にはこうした精神が昔から流れていた。また、関西には、もともと、実証分析を重視する伝統がある。この伝統と高橋要氏の理念が研究所の根底に流れ、それが証研レポートという形で受け継がれているからだと思う。

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)