

わが国証券市場観の源流

西 條 信 弘

要 旨

わが国の証券市場に対しては、自由化・国際化が進み、外資系の証券会社が多数国内に進出している今日においても、なお投機的とか未発達という意見が一般的である。確かに戦前には、金融自体が、とかく混乱とか未成熟といった眼で眺められてきたところがあり、証券市場も、当然、例外ではなかったし、そうした戦前の証券市場観やそれに関する逸話は、今日まで非常に多くのものが伝えられている。しかし、こうした戦前期に培われた証券市場観でもって、経済の発展度も、法制度的にも全く異なる現在の証券市場を、あまりに律しすぎるような気がしてならない。

いいかえれば戦前の証券市場観の形成には、当時の「先進国へ追いつけ、追い越せ」思想から来る近代化の推進と現実のギャップへの焦り、土農工商の観念が色濃く残る経済社会での士（官）の商（証券業）に対する無理解、あるいは生産の重視、勤儉貯蓄による経済発展の基盤作りといった思考からくる、いわば投機不寛容思想あるいは証券市場軽視（蔑視）思想とでもいうべきものが、多分に影響しているように思える。

具体的には、戦前の取引所の価格形成システムが定期（清算）取引（今日でいえば先物取引）であり、株価の乱高下が激しい上に、市場の専門家である仲買人（取引員）の倒産も多く、さらに規制対象外で、その数も多い現物商が関連する不正行為も頻繁であった。また、取引所の組織が株式会社という営利組織であったことも、投機を助長するものとして批判された（この所以については明らかでないが、取引所開設当初の頃、手数料の内、取引所への納入分が高く、これが、仲買人の経営を圧迫し、いわゆる秘密取引を招いて、脱税等の原因となったことが、「営利組織－高手手数料－脱税－不正行為（あるいは投機化）の濫觴」といった考えに結びつき、株式会社組織投機助長論の淵源になったものと思われる）。こうした事情が戦前を通じての証券市場観を形成する基礎になったと考えられ

る。

財閥解体や証券民主化運動の展開、証券取引法の制定、証券取引システムの改革等によって証券市場の社会的地位は、戦前とは比較にならないほど向上した。しかし、戦時中に形成され、戦後も受け継がれた管理・計画性の強いわが国独特の間接金融システムの下で、戦前からの証券市場観が、政界・官界・銀行界に強く残っていたことに加え、自由市場である証券市場は、統制には馴染まないし、むしろ金融秩序を阻害する虞れのあるものとして認識されがちであった。

こうしたことが、戦後においても、なお証券市場の機能を軽視し、未発達、投機的とする根因として、今日まで引き継がれているようである。

目 次

はじめに——わが国特有の証券市場観

I. 取引所仲買人の開廃業状況

II. 偏った戦前の証券市場（取引所）観

III. 戦後証券市場発展の制約要因

むすびにかえて

はじめに——わが国特有の 証券市場観

戦前のわが国の証券市場が投機性の強い市場だったとは、当時の文献でも多々述べられている。確かに戦前の証券市場では取引所仲買人の倒産も頻繁だったし、一夜成金、一夜乞食も多かった。また、詐欺行為等の不正行為や賭博的な行為も多く見られる。しかし、それは規模の大小や頻度の如何を問わず、どこの資本主義国でも起きる問題であり、何もわが国だけに限られたものではない。

それなのに何故、日本の証券市場といえば、自由化・国際化が進み、多数の外国金融機関や証券会社が進出し、外人投資も活発な今日においてすら、未だに未発達、投機的といわれ、証券会社といえば昔ながらの株屋という、一寸、愛称として適切とは思えない言葉で呼ばれるの

だろうか（不思議なことに欧米の証券市場、証券会社（在日外資系を含む）に対しては、こうした言葉は使われないようである）。

最初にお断わりしておくが、何も私は戦前の証券市場が、いわゆる投機的（わが国でこの言葉は、市場の乱高下による売買益の獲得を目的とした売買だけでなく、詐欺等の不正行為や金銭上のトラブルまで含む広い意味合いで使われる場合が多いようである）な市場では全くなかったといっているのではない。こうした戦前の証券市場観の形成には、当時の「先進国へ追いつけ、追い越せ」思想からくる近代化の推進と現実のギャップからの焦り、あるいは士農工商といった封建身分制の残滓や生産の重視、勤儉貯蓄への強い社会的指向からくる、いわば投機不寛容思想、あるいは証券市場軽視（蔑視）思想とでもいうべきものが、多分に影響しているのではないかということである。

ところが、こうした証券市場に対する思考様

式は、戦時中から戦後にかけて形成された管理統制的な色彩の濃い、いわゆる間接金融重視の金融システムのなかで、さらに強化され、受け継がれることになってしまった。不良債権の累積、公的資金の大規模な導入による銀行救済、国際競争力の脆弱化などバブル崩壊後のわが国金融の混乱も、こうしたわが国独特の証券市場観が遠因の一つになっているように思える。

そこでまだ覚書程度の段階ではあるが、こうした証券市場に対する思考様式がどういうプロセスを経て、戦前、戦後のわが国に定着してきたのかを考えてみることにしたい。

I. 取引所仲買人の開廃業状況

まず、最初に戦前期における取引所仲買人（現在の証券業者）の開廃業状況をみてみることにしよう。

戦前の株式取引所における仲買人（後に取引員）の開廃業は激しかったといわれ、それが戦前期証券市場の投機性や後進性を物語る一つの論拠とされ、社会的な不信感を高める要因にもなっているように思われるからである¹⁾。

例えば明治11年東株開所当時の仲買人数は76名（前身は中小両替商、洋銀取引仲買人、米穀問屋など）であったのが、僅か1年半の間に新規開業69名、廃業56名、1年半後の仲買人数は89名となった。また、明治36年、東株創立25周年表彰で、創立以来の仲買人は吉川金兵衛ただ1人、20年以上5名、10年以上も18名にすぎなかったといわれる（『東京株式取引所五十年史』）。

そこで明治11（1878）年の東株創立当初から、昭和12（1937）年12月17日までについて、原則は5年（一部4年又は2年）で区切り、その中で仲買人の東株入社数、退社数をまとめて

表1 東株取引員（仲買人）数の変遷

	入 社	退 社	年末現在員	備 考
明11～15	545	435	108	創立（明11. 5. 15）は76名、明13. 4. 15取引所条例改正により、現在員85名は全員仲買人の資格喪失、改めて、67名が入社
明16～20	87	125	70	
21～25	53	65	57	
26～30	83	51	89	
31～35	41	77	52	
36～40	38	20	70	
41～大元	228	160	136	
大 2～ 5	26	85	74	明41年専業直取引仲買人新設、44年廃止
6～10	85	65	94	
11～昭元	154	90	158	
昭 2～ 5	20	49	130	大9年国債仲買人新設 大11年仲買人を取引員と改称、実物取引員新設 大13年短期取引員新設
6～10	43	59	115	
11～12	18	21	117	

注1) 一般取引員（定期仲買人）、直取引仲買人、国債取引員（国債仲買人）、実物取引員及び短期取引員の合計。

2) 入社、退社と現在員数が合わないのは原資料で認可主義を採った場合と開業主義を採った場合とがあることから生じたものである。

3) 『東京株式取引所五十年史』による。

〔出所〕西條信弘「わが国証券市場の歩みと当面の諸問題」『証券業報』No522、日本証券業協会、1994. 9

表2 普通銀行数の変遷

	成 立	消 滅	年末行数	備 考
明30年	294	43	1,305	大11.1貯蓄銀行法施行により、貯蓄銀行の普通銀行転換が増加
明31～35	797	245	1,857	
36～40	88	282	1,663	
41～大元	81	123	1,621	
大 2～ 5	60	254	1,427	
6～10	162	258	1,331	
11～14	553	347	1,537	

(注) 後藤新一『普通銀行の理念と現実』307頁より作成。

〔出所〕表1と同じ

みた(表1)。

これによると確かに入社、退社数は各区切りの中でかなりの数に達しており、開廃業の激しさが示されている。

こうした仲買人の廃業の多くは、委託売買が少なかったことからくる仲買人の自己売買傾向や、定期(清算)取引という取引所の売買仕法、それによる株価の乱高下、取引所の仲買人への高額手数料などに起因するものだが、さらにこうした仲買人の開廃業状況と比較するために、当時の銀行の開廃業を次にみることにしよう。表2がそれだが、これによると当時の銀行の開廃業もかなり激しく、株式仲買人に匹敵する、むしろそれを大きく超えるような数字まで示されている。

もっともこれらの数字は、仲買人が東株だけであるのに対し、銀行は全国ベースであるので、単純な比較には無理があるが、このようにみえてくると仲買人の開廃業の激しさだけをもって、わが国証券市場の投機性や後進性といったことを説明するのは困難なようである。

ところで戦前期の金融も、とにかく混乱とか未成熟といった眼で眺められてきたところがあり、それが統制的な戦後金融規制の根拠になっているようにも思える。先述のように戦前には

多数の銀行が存在して銀行破綻は頻繁におき、恐慌の口火になることもしばしばであったし、中にはカラクリ銀行、2階の片隅銀行といった異名まで冠せられるものすらあった。今日と異なり、銀行破綻は当然のこととして社会に受け止められてはいたものの、当時の銀行あるいは金融全般についての世論はかなり厳しいものがあった。

戦前期金融のエポック・メイキングとなったのは昭和2(1927)年の銀行法制定だが、それも、いわゆる機関銀行の排除や弱小銀行の整理、銀行体質の強化が目的であった。しかし戦後1件も銀行倒産がないのは、その後の1県1行主義の推進による銀行合同の進捗と、戦時中から戦後にかけて一般化した護送船団行政によるところが大である。なお、銀行法による銀行整理で、普通銀行数は昭3.1.1現在の1283行から、昭7年末には538行に減少し、さらに昭和11年以降の1県1行主義により、昭20年末には61行に減少した。僅か20年弱の間に何と95%もの銀行が整理されてしまったことになる。よくどこまで整理した(された)と思われるほどの数値である。

証券業に対しても戦時中に大規模な整理統合が推進されたが²⁹⁾、しかし、先述したように、

証券市場に対しては、戦後も依然として投機性や後進性が強調されているのに対し、銀行の場合は、一般的には、その問題は後遺症として殆ど残っていないという認識が強かったようである。むしろ戦後におけるわが国銀行の社会的地位は、極めて高く、いわゆるメイン・バンク・システム論に象徴されるように、戦後経済発展を実現した輝ける星といった存在であった。

しかし、最近のバブルの崩壊や不良債権の累積、公的資金の導入等の事態が発生するに及んで、改めてわが国銀行のあり方が問い直されている現状である。

Ⅱ. 偏った戦前の証券市場 (取引所) 観

戦前については、いわゆる定期(清算)取引の売買仕法が投機化の根源のようにいわれるが、これまた多くの国が程度の如何はあるにせよ定期取引的な売買仕法を導入している。むしろ現物取引を中心にしたアメリカ(それも最近では、いわゆるデリバティブ取引が極めて盛んになっている)や定期取引を禁止したナチス・ドイツの方が、例外に属するものと考えてよい。

周知のように明治政府は数度にわたって取引所改革を企図している。もし経済があるいは社会が真に必要な改革であれば、多くの摩擦や時間を必要としても、それが実現する可能性は一般的にいて、かなり高いといつてよいのかもしれない。しかしブルース条例の場合にせよ、あるいは取引所打壊令(取引所撲滅令)の場合にせよ、明治政府は執拗なまでに会員組織への改革と現物取引への移行ないし限月短縮による投機色の希薄化などの取引所改革を打ち出

しながら、結局は失敗してしまった。その他にも折角限月を短縮しながら、間もなく旧に復したり、新制度を導入してもすぐ廃止したりするケースもあり、政策方針のブレが大きい³⁾。

取引所や仲買人の政治力が強かったからとみる向きもあるかもしれないが、かりに強かったとしても、そう長い期間にわたって一般世論を押し切れるものでもあるまい。やはり基本にあるのはオーソドックスな自由経済の時代という背景であろう。加えて戦前期の取引所の地位は財界の中でも極めて高かったといわれる。かりに投機が社会悪的な行為であるという認識が一般世論であるとすれば、そうした高い地位は到底維持できるものではない。

よく知られているように、わが国で最初の株式取引所関係の立法は、明治7年制定の「株式取引条例」である。これはロンドン株式取引所を範としたものだが、わが国の実情にそぐわず取引所の設立をみなかった。このため政府は明治11(1878)年5月、新たに「株式取引所条例」を制定し、東京・大阪の両株式取引所が設立された⁴⁾。

しかし「株式取引所条例」では、取引所に株式会社組織を採用して、その株式を上場し、また、売買取引仕法に、米取引の手法である帳合米取引制度を取り入れた定期(清算)取引制度を導入したことから、市場が著しい投機性を帯びるなどの特異な姿となり、これが戦前の株式取引所の性格を規定する大きな要因になって、世の指弾を浴びることになったといわれている。

このため政府も取引所制度の改革には多くの力を割くことになった。明治20年にはブルース条例が公布され、取引所を営利組織である株式会社から、非営利の会員組織とすること、投機

取引本位を改めて実物取引本位とする改革を意図した。しかし反対が多く、明治26年に改めて「取引所法」(昭和18年に「日本証券取引所法」が制定されるまでの間、わが国証券市場を律する基本法で、株式取引所と商品取引所を同一の法律で規制)を制定した。同法では株式組織と会員組織の双方を認めるなど、いわば折衷的な制度が採用され、取引所の設立は容易化し、それに日清戦争後の経済発展に伴う投機熱が加わって、取引所の乱設を招き、不正行為も増大することになった。このため明治35年には、地方取引所淘汰、投機抑制を目的とした、いわゆる取引所打壊令(取引所撲滅令=株式組織取引所の資本金引き上げ(従来の3万円から、資本金の半額以上で10万円を払込済後に業務開始へ)、限月の短縮(3カ月から2カ月)、賠償責任準備金制の創設など)が勅令で公布されたが、政・財界にも反对者が多く、結局主務大臣は辞任、限月も旧に復する等の修正が行われ、落着くという事件まで惹起している。

その後大正3年、同11年に取引所法改正が行われたが、プールの条例、取引所打壊令のような取引所の根本的な改革を意図したものではなく、いずれも基本的には従来の方針の上に乗った部分的修正に止まっている。こうした経緯からすれば、わが国株式取引所制度は、明治20年代の後半に一応の確立をみたと考えてよからう。なお、戦前の株式取引所政策は、次を骨子として組み立てられていた。

- ①投機取引を取引所に集中させ、これに関し
 厳重な監督規定を設ける
- ②取引所外において取引所類似の投機取引施
 設を設けること(取引所類似施設の禁止及
 び取引所の相場を利用しての賭博的行為)
 を禁止する

- ③取引所外における有価証券売買は、何人も
 その営業を自由にできる

確かに当時の株式取引所では、いわゆる定期取引が取引仕法(現在でいえば先物取引である)だったこととも関連して、株価の乱高下が激しい市場であったし、「白昼公開の賭博場」⁵⁾という激しい批判もあった。当時の不正(犯罪)行為は、取引所類似施設の設置、税法違反、吞行為、詐欺横領等であったが、こうした行為が十分に取締まれなかったことや不正行為の多発そのものが、いわば短絡的に取引所組織(株式会社——会員組織へ)や取引仕法(定期取引——実物取引へ)の改革問題という形で取り上げられ、しかもそれがすべて失敗に終わったことが、取引所批判として強く政治家や官僚の当事者に残ったもののように思われる⁶⁾。また、資力薄弱な多数の現物商(取引所法の対象外)が関連する賭博的行為や不正行為も多く、これが株屋として社会的評価を落とし、あるいは発行会社の問題(泡沫的な株式会社の存在など)も、証券市場に対する偏った見方を助長したのではなかろうか⁷⁾。

もっとも戦前の取引所には、先述のように商品取引所も含まれるので、株式取引所批判も、やや増幅されるところがあり、それも考慮せねばならないが、このように考えてくると、戦前の証券市場(株式取引所)観の形成には、当時の「先進国へ追いつけ、追い越せ」思想からくる近代化推進と現実のギャップからくる焦り、士農工商が色濃く残る経済社会での士(官)の商(証券業)に対する無理解、欧米の文物への崇拜感、欧米制度の導入という当時の風潮とは異なり(「株式取引所条例」が採用した定期取引は日本独自に発達したものである)、あるいは生産の重視、勤儉貯蓄への強い社会的指向か

らくる、いわば投機不寛容思想あるいは証券市場軽視（蔑視）思想とでもいうべきものが多分に影響しているようである。

また、証券取引に伴う不正行為が、そのまま取引システムの欠陥として捉えられ、本来の投機と詐欺横領といった不正行為が混同されているような節も窺える。こうしたことが第二次大戦後の証券市場軽視観（蔑視）に繋がることになる。

株式取引所創設の際、当時の政府部内には取引所取引は賭博的行為として反対する論も強かったといわれる。後に大審院長となった玉乃世履大蔵少輔も、「取引所取引は博打を助長する」として強硬に反対していたが、政府法律顧問のフランス人ボワソナードにその正否を尋ねたところ、「……ボワソナードは口を極めて我輩（玉乃＝筆者）の説を根底から覆し、お前は法理々と云ふが、法理上さう云ふ事は往々にして有り得る行為である。仮令直接でなくて、間接であっても、結果においては同一だ。故にお前の議論は決して正こうを得て居るとは云われぬ。先約取引に於て、一方の損益は到底免れ難いもので、それを不可とするのは、人間の活動を無視するものである。事理を解せぬも甚だしい……」という答が返ってきた。それで玉乃は自説を撤回したという⁸⁾。明治11年に株式取引所条例が制定され、東京・大阪に株式取引所が開設された⁹⁾。

しかし、こうしたいわば投機不寛容思想は後々にまで残り、わが国の証券市場観の形成や証券取引システムの運営にさまざまな影響を与えることになる。

昭和12年の日華事変勃発以降、日本経済は急速に戦時経済化を辿ることになる。こうしたなかで資金・資源の統制は次第に厳しさを増し、

証券についても発行・流通の両面にわたり、統制が加えられることになった¹⁰⁾。

戦時経済という厳しい環境と制約の中では、自由経済のメッカといわれ、シンボルでもある取引所も統制の対象に組み込まれざるを得なかったわけだが、取引所取引システム自体に関する第81帝国議会の衆議院、貴族院の審議状況を見ると、戦時下とは思えないような高度の専門的内容の質疑応答が行われ、取引所に関する従来の経緯や理論を十分に踏まえた発言が随所に見られる。

ところが戦時経済下の、いわゆる新体制論では、企業は利潤動機からではなく、国家目的に沿って増産に励むべきという考えが強かった。こうしたなかでは、株式会社は利潤追求の組織として、それに代わるべき企業形態が必要とされることになる。利潤なき社会が理想とされる一方、企業組織についても、国家管理論、民有国営論や営団論といったさまざまな考え方が頻りに説かれることになった。日本証券取引所法制定当時の国会論議でも、同取引所の営団組織化に関連して、「政府は企業の形態について株式会社を排斥し、営団組織に移行するのではないか」との質問が行われ、これに対し政府委員は「政府は一般の企業形態の基本的なものは依然として株式組織を考えている。産業資金調達手段として株式というものを最も重視しているし、株式を公債化する考えはない」旨を答弁している。さらに「随ヒマシテ「イデオロギー」的二資本ト経営ノ分離デアルトカ言ウヨウナコトハ考エテ居リマセヌ」（賀屋大蔵大臣発言＝日本金融史資料昭和編第19巻22頁）といいきっているのも、当時の企画院等を中心とした新体制運動に伴う企業観との関連があつてのことであろう。

こうした、いわば資本性否定の経済が戦時下とはいえわが国に生まれ、大きな影響力を持ったのは、当時の社会に

- ①株式会社に対する不信（株式会社亡国論、民有国営論、営団論等）
- ②資本家ないし財閥に対する不信（左翼ないし極右思想の影響）
- ③ソ連、ナチス・ドイツ経済の成功への傾倒（計画経済への関心の高まり）
- ④総力戦体制下での平等の重視
- ⑤いわゆる新官僚、革新官僚の出現と満州経営の動向

といった風潮が広く瀰漫していたからであろう。当然のことながら、こうした中では、証券市場に対する社会的偏見は一層強まることはあっても、まず弱まることはあるまい。

やがて終戦を迎え、わが国経済は、経済民主化、証券民主化の新しい旗印の下に、再出発することになった。しかし、こうした、いわば反資本主義、反自由主義的な思想の多くは戦後にも引き継がれ、いわゆる日本型経済・金融システムが形成することになる。加えて、戦時中に形成された統制的で計画性の強いわが国独特の間接金融システムという枠組みが、戦後の証券市場観の形成に大きく影響し、戦前の証券市場観をさらに強めた形で戦後にも受け継がれていくことになった。

Ⅲ. 戦後証券市場発展の制約要因

戦後のGHQによる金融・証券改革はアメリカ型の直接金融を中心とした金融システムの構築であり、その中核に証券市場が据えられていた。しかし、戦後の金融は経済の再建、復興、成長等のいわば国家的目標に対し、資金面から

それをバック・アップする役割を負わされた（戦時中は生産力拡充資金など軍需金融に集中させられた）。その場合、参考になったのは戦時経済における資金動員の手法であり、また、資金配分についても自由な市場メカニズムではなく、金融機関を通じる統制的な人為的配分が継続されることになったのである。貯蓄を吸収し、それを国家が必要とする産業分野へと供給する役割を担ったのは、戦時中と同様に銀行等の金融機関であった。証券制度改革と並行して進められた金融制度改革は、日銀政策委の設置など僅かなものに止まり、やがて在来型の金融制度へと復帰することになる。

戦後の日本では、戦時中に発達した間接金融システムが政策的にも重視された。いいかえれば、金融を一定の枠組みのなかに押し込め、行政が全体の枠組みを動かすという、いわゆる護送船団行政である。この場合、証券市場は、枠組みの外で、いわば補助的役割を果たすような位置づけられた。いいかえれば、間接金融と直接金融が、いわば車の両輪として働き、相互に補完しあうというのではなく、間接金融のメカニズムのなかに直接金融は押し込められ、それから逸脱するものは金融秩序（預金量などによる金融機関の序列の維持を重視した競争制限策、信用秩序の維持策とは異なる）を損なうものとして世の指弾を浴びることになった¹¹⁾。

戦後のわが国金融システムは次のように要約できよう。

第一にそれは市場隔離型（直接金融制限型）の金融システムであったことである。

戦後金融システムで最も重視されたのは、資金の量的確保である。戦後における経済の債券・復興とその後の成長・発展の達成には膨大な資金が必要とされ、零細貯蓄まで動員し、資金

を必要とする産業部門へと集中する必要があった。先述のように戦後、GHQの金融・証券改革では、証券市場（直接金融）を主体としたアメリカ型の金融システムの導入が提案されたが、環境条件が整わず、戦時中と同様に銀行が資金動員と配分の中核におかれ、護送船団行政によって、そうした枠組みを維持・発展させることになった。

改めて指摘するまでもなく、証券市場は株式・公社債の二つの市場によって構成されている。ところが戦後のわが国金融システムのもとでは、長い間、人為的な長期金利の低位固定化政策がとられ、自由な市場メカニズムの発揮は阻害されていたし、海外との資金交流も遮断されていた。そのため公社債市場の発達には長く抑制され、株式市場と公社債市場という車の両輪の一つを欠いた証券市場として発展することになった。

こうした管理的で統制的な性格の強いわが国独特の間接金融と¹²⁾、本来自由で自己責任を原則とした証券市場とは、基本的に性格を異にするものである。証券市場の機能についても、最も重視されたのは、間接金融と同様に資金調達機能であり、量の大小によって間接金融との効率性が常に比較されることになった。自己責任という意識やリスクの負担、あるいは分散・転嫁といった諸機能については、殆ど考慮が払われず、むしろリスクがない、あるいは不確実性が小さいことが重視された（その意味では平成11年の経済白書が、「リスクテッキングな社会への転換」を謳っていることは、まさに政策方針のコペルニクス的大転回といってよい）。証券市場にとって本質的なリスクの存在やリスクテッキングといったことは、証券市場が未発達であり、投機的であることの証左でもあったの

である。取引卸上場会社の倒産は、投資者保護に反するとして非難を浴びた。よく投資者保護と預金者保護の理念が同一視されているといわれてきたのも、こうしたことが一因となっているようである。いいかえれば、間接金融重視の金融システムあるいは金融行政の結果、わが国では、リスクの存在や資産運用の基本という問題がとかく見失われがちになってしまったことになる¹³⁾。

第2は、それが競争制限を基本としたことである。

戦後の間接金融は、資金の流れが証券市場を通じるよりも、金融仲介機関を通じる方が大きいという単なる量的な問題ではなく、①規制金利による資金動員と配分、②内外金融市場の遮断、③金融業務に対する濃い統制色と競争制限を基軸として展開されたもので、日本型金融システムともいふべき独特な性格のものであった。

そこでは健全な金融市場あるいは証券市場というものは、その担い手である業者の安定した経営を基盤とするという考えが強かった（昭和40年証取法改正で証券業が登録制から免許制に移行したのも、そうした発想からである）。その場合、倒産は金融秩序を損なう最大の悪とみなされた。だから銀行や証券会社には常にそこそこの利益が生じるよう金利や手数料等の面で配慮し、あるいは経営不振に陥ったときは、事前に合併、吸収等の手段を講じて、倒産による預金者等への悪影響をできるだけ回避してきたのである¹⁴⁾。

このように戦後わが国の銀行あるいは証券会社は、競争の制限、行政と業界との連絡、意思疎通の円滑をベースとした強力な保護育成行政の展開によって、今日まで発展してきたといっ

てよい。金融は他の産業と異なる特別の世界であった。しかもこうした競争制限的な世界は、変革の時代である今日、機敏な対応と自己努力の発揚を妨げる金融機関や証券業者の経営体質を作りだしてしまったようである。こうしたなかで、証券市場や証券会社に対しては、戦前と同様に投機的で未発達という観念だけが残ってしまったようである。

先述のように証券市場は自由市場であり、統制には馴染まない。一方、間接金融は計画経済に乗りやすいし、戦時中の金融統制関係諸法の運営や銀行合同の推進、金融統制会による資金配分の実施など、さまざまな経験を積んできた。この事が戦後間接金融システムの形成に大きく寄与することになる。

当然のことながら、こうした体制のなかでは証券市場や証券会社の発展は大きく制約されざるを得ないし、営業の展開も独特の方式で進められることになる。その行き過ぎが証券恐慌となり、あるいは証券不祥事の多くをもたらす起因となったわけだが、さらに取引所上場会社が倒産することは、投資者保護上大きな問題とされ、取引所上場要件の厳格化を招く一方、店頭市場の整備を遅らす一因となった¹⁵⁾。

間接金融重視の金融システムの中で、証券市場のキャパシティを大きく超える資金供給が行われる一方、証券市場は、本来、車の両輪である公社債市場を欠いたまま、株式市場だけでそれに対応せざるを得なくなった。さらに事業債の発行には、銀行融資とのバランスから長く起債調整が行われ、発行条件の多様化も進まなかった。いいかえれば、戦後の公社債市場は長く未発達だったのではなく、戦後金融政策、とくに長期金融専門機関の存在との関連で、未発達に止められていたといつてよからう¹⁶⁾。こう

したなかで証券市場は次第に限界資金調達市場としての性格を強めて行くことになる。戦前は証券発行によって企業金融の大半が賄われていたのに対し、戦後、証券発行は相対的に縮小してしまった。代わって企業金融の主役を占めたのは、銀行借入れであった。

繰り返すことになるが、わが国証券市場を投機的・未発達とする観念は、今日でもなお、銀行界や行政には強いようである。確かに戦後間もないころの証券市場については、戦前からの証券市場観に加え、新しい証券規制や証券取引システムの枠組みへの不慣れやさまざまな事件が発生したから、強い不信感があったことは否めない。また当時の大証券会社は資本金の増大や人材の導入に注力したものの、伝統の長い大銀行と比較すれば、弱体とみられても致し方ないことであった。しかし「もはや戦後では」なくなり、あるいは高度成長を達成し、資本の自由化、さらには金融の自由化・国際化の段階に到達した後においても、こうした考えが根深く残り、戦後の間接金融体制を支えていったところに問題の一端があるようである¹⁷⁾。

戦後、アメリカの証券関係諸法を範として証券取引法が制定され、その第65条で銀行業務と証券業務の分離が規定され、民間債の引受業務が証券の専業業務となったことはよく知られている。それ以後銀行は機会ある毎に証券業務への参入を主張してきた。証券団体協議会の初代常任委員長を勤めた阿部康二氏によれば、「戦後、証券取引法の制定に当たり又はその後機会ある毎に金融機関側としては一種の失地回復のような感覚をもって、引受業務を自己の業務に加えたいという願望をすてなかったのである。これに対し証券業界としては明治以来、引受業務に進出して相当の実績を収めていたのにも抱

ならず、戦争によってそれが一時中断されたにとどまると解釈しているところに両者の見解の相違がある」と評されているが、適切な見解である¹⁸⁾。

このようにみてくると、わが国では市場に対する信認の度合いは、とくに行政や一部大銀行の中では、極めて低いウエイトしか与えられなかったことになる。市場に対しては警戒的であり、規制によってガンジガラメにすることが、円滑で安定的な金融を実現する方策と考えられていたのである。いいかえれば資本主義経済におけるさまざまな矛盾の発生の根源を市場にあると考え、あるいは戦前の金融恐慌の経験から、「市場の暴力」や「失敗」をいかに回避し、銀行破綻をいかに防ぐかが、戦後一貫して流れる金融の世界に対する発想であった。その中には「市場の効率性」といった発想は全くなかったといってよい。それが証券市場を未発達・投機的とする伝統的な証券市場観を、むしろ増幅させていったように思える。

こうしたことは、わが国独特の間接金融重視の金融システムが戦時経済を経て強固に形成され、しかもそれが長く続いたことの結果として、行政あるいは銀行内部に生み出された銀行ないし証券に対する一種の通念からきたものであろう。また、証券業が商工省の管轄から離れ、大蔵省の監督下に入ったのは昭和16(1941)年のことだが、戦時金融統制の一本化のためといわれている。いいかえれば大蔵省の証券行政の歴史は、戦時中、戦後と行われた銀行を中心にした金融統制と切り離しては考えられない(自由経済下での経験は全くない)といっておく。わが国証券市場を投機的・未発達とする観念が、今日でもなお、銀行界、官界に強いのも、こうした過去の行政の積み重ね

が背景の一つになっているように思える。

むすびにかえて

このように眺めてくると、わが国の証券市場に対する思考様式の背景には、証券市場に対する誤解・偏見に基づくものや、戦後の経済・金融のあり方や枠組みからの帰結によるものが多分にあるように思える。そうした証券市場観がむしろ証券市場の健全な発達を妨げ、ひいては、今日のさまざまな金融混乱を招いた遠因の一つになっているようである。

もともと証券市場や証券会社は、金銭を扱う以上、当然、誤解や偏見が入り込みやすい性格のものである。証券市場の規制方式で公的規制と並んで自主規制が重視されているのも、こうした証券業に内在する特殊性に由来している。新しい証券市場といわれた戦後にしても、多くの不祥事件が発生してきた。しかし、押し並べて言えば、戦後のわが国証券市場は、さまざまな問題があったにせよ、わが国独特の間接金融重視の金融システムという管理的で計画性の強い枠組みや伝統的な社会的偏見の中で、自由市場としての可能性を限界まで追求してきた姿といっておくのもよいのかもしれない。

しかし、こうした中で育まれてきたわが国における銀行機能、あるいは銀行に対する極端なまでの重視思考と証券市場・証券会社に対するこれまた極端なまでの軽視(蔑視)思考という発想は、これまでのわが国金融の発展過程にとって、極めて不幸なことであつたし、これからも、場合によっては極酷ともなりかねないものであろう¹⁹⁾。

ビッグ・パンの進行に伴い、わが国の金融システムの再構築は、今、まさに正念場を迎えよ

うとしている。しかも現在、世界の金融・証券市場は大変革期に直面しているといつてよい。そうしたなかでわが国の証券市場の機能や役割が、グローバルにどう発展し、どう組み込まれていくことになるのか、21世紀には再び日本の金融・証券市場が世界の金融センターとして、国際経済社会の発展に大きな役割と貢献を果たしていることを期待したいものである。

注

- 1) わが国の証券業は、明治11(1878)年の株式取引所条例における株式取引所の仲買人を以て嚆矢とする。取引所の仲買人以外は現物商と呼ばれ、明治20年代後半に誕生、発展した。

こうした取引所における仲買人(後に取引員と呼ばれる)だけが、昭和13(1938)年の有価証券業取締法で、現物商も有価証券業者として免許制になるまでは、いわば正規の証券業者であった。

- 2) 昭和18年10月の大蔵省「取引員業整備実施要綱」に基づき、18年10月10日現在、全国441(東京は115)あった取引員業者は、翌19年6月末で217(東京は66)と約半数に整理され、19年4月には長崎、長岡の両市場が廃止された。また、18年12月の「有価証券業者整備要綱」で、当時の業者数1964が、約2割の400前後に整理された。なお、8社あった証券引受会社も、自主的な整備統合が進められ大和、日興、野村、山一、日本勧業の5社に統合された。

- 3) 鈴木芳徳神奈川大学教授は著書『明治の取引所論』で、「明治期というのは、政府当局としても取引所の法制上の positioning をなかなか見定め憎く、摸索と過誤を繰り返した時期であって、そこからくる法制上の揺れ幅の大きさに市場が振り回された時期でもある」と述べている。(鈴木芳徳「明治の取引所論」2頁)

- 4) 明治政府は、成立早々の薄弱な財政基盤のなかで、旧幕藩体制の整理を進めると同時に、殖産興業、富国強兵といった新社会建設への政策を次々に展開していった。それらは極めて短時日でありながら、包括性をもち、革新的なものも多かった。銀行制度、証券取引所制度など金融システムの根幹を占める諸制度の導入、創設もその一環である。

- 5) 取引所をして「白昼公開の賭場場」ないし「山師養成所」とし、「勤勉の大敵」、「貯蓄の大賊」と断じたのは天野為行(東洋経済新報の主宰者)だが、後に東京高商(現一橋大)の佐野善作教授は『取引所投機取引論』で政府が右改正(明治35年の取引所打壊令)を發布せしめた一つの原因は、この天野による激しい取引所批判であったとしている。

なお、天野は、銀行に対しては、「底なき桶」とか、「其危ふき累卵の如し」と評しているが、反面、世人の監督は次第に厳しくなっており、それに比べると、

取引所については放任されたままで、辻褄が合わないとし、取引所を批判した(鈴木芳徳『明治の取引所論』124頁-125頁)。銀行規制が強化されはじめたのは明治30年前後からであり、34年8月には最低資本金制度を行政で設け(会社組織50万円以上、個人25万円以上=翌年9月には個人も50万円以上に引上げ)ているから、銀行とのバランスをとった改革であったのかもしれない。しかし、それが「晴天の霹靂」として受け取られ、さらに限月の短縮まで図っていたことが、世に「取引所打壊(撲滅)令」とまで呼ばれる激しい反対を招くことになったのであろう。

しかし、当時乱設をみた取引所の整理は目的を達したとされている(長満欽司「取引所制度の改正」『東株調査彙報』91号)

- 6) 鈴木芳徳神奈川大学教授は「回顧すれば、ブールズ条例(明治20年)と取引所撲滅令(明治35年)と、2回にわたって政府は投機の抑制を試み、いずれも失敗に終わった。そしてこれよりのち「取引所問題は何時も政府の鬼門である」と云う風にみられるに至った」(河合良成「取引所講話39頁」)。明治政府の非立憲的強権的な抑制手法そのものに既に無理があり、いたずらに軋轢を大きくしたにすぎぬと評することも出来よう。また、先進国の舞台装置を未消化のまま直訳してわが国に持ち込もうとしたことの無理もあろう。しかし、それにもまして、当時における取引所取引への経済的理解の不足が大きな要因となっていたことは疑いない。田口(田口卯吉=筆者)の弁論には大きな存在理由があった。しかしその田口にしても、わが国経済の発展について、どこまで歴史的認識を持っていたかという点、私には尚若干の疑問が残るのである」(鈴木芳徳『明治の取引所論』87頁)と述べている。

- 7) 戦前期、問題になった事項を簡単に分類すると

①取引上の不正行為=詐欺行為、顧客の資金流用、賭博行為

②証券市場の仕組みに関するもの=取引所類似施設の設置、無免許取引所の設立、支店・出張所設置等の禁止

③相場に関するもの=取引所の相場の不正変動を図る、相場操縦、解合、買占

④脱税問題=取引所税、有価証券移転税

⑤仲買人や現物商の頻繁な倒産

などであるが、この内

(a)取引上の不正行為は、証券業が金銭を扱うことを営業とする以上、投資者(委託者)との間で発生する可能性が高い問題である。証券市場に固有の問題ではない。金銭を扱う業務であれば、証券業以外でも発生する問題である。脱税もそれに近い。

(b)取引所類似施設の設置の禁止措置等の問題は、取引所制度をどう構築するかにかかわる基本問題であることも考慮せねばなるまい。また、

(c)明治初年の創設当初の取引所では、手数料の内、取引所への納入分が高く、これが仲買人の経営を圧迫し、いわゆる秘密取引の原因となった。

(d)戦前には、取引所の仲買人より現物商の方が、遙に数が多く、資力・信用力も劣るが、それらが行った

不正行為が証券市場あるいは証券界の問題となっていた面もある。例えば、昭和13年の有価証券業取締法案審議の際、「何れに致しましても他年取引所の取引員が被害を受け……」（滝川儀作貴族院議員＝日本銀行調査局編『日本金融史資料昭和編』第17巻314頁）。「どういふものが一番害毒を流すか」というと、取引所法による現物取引員ではなくして、寧ろ地方に散在している者が多いのであります。これは現物の売買をするというよりは、差金売買をするということを実は本位としている……」（小山倉之助衆議院議員＝前掲『日本金融史資料』334頁）との発言がある。

なお、同法案審議の際の説明で、当時全国に5,000－6,000もの業者が存在し、大は山一、小池、藤本のように資産額1,000万円以上、小は殆ど無資力で商い額が1,000－2,000円で有価証券移転税の納税額1－2円のものもあるとされている。また、有価証券業取締法制定の5年後である昭和18年に日本証券取引所法が制定をみたが、その法案を審議した第81帝国議会での政府委員の説明によれば、当時の現物商は全国で約2,500（内500は取引員）とされている。

僅か5年間で半減しているが、それにしても今日では考えられないほど多数の業者が存在していたようである。

- (e)さらに同法案の審議では、現物商の取引所法違反による検挙数は、最近では年に100件以上、人員は300～400人になるという説明があった。また、取引所法違反でなく、普通の詐欺横領、文書偽造といった、いわゆる犯罪は、東京の新場橋署で昭和11年＝400件、12年＝150件、昭和9年（多い時）は1,000件以上だったとの説明が行われており、証券あるいは相場を利用した不正行為がかなりの数にのぼっていたことを伺わせる。

なお、戦前・戦後の証券不祥事の内容等については、小林和子「不祥事と証券行政」（大阪市立大学経済研究会『季刊経済研究』第17巻第2号、1994.10）に詳しい。

- 8) 渋沢栄一伝記資料刊行会『渋沢栄一伝記資料』第13巻259頁
- 9) また、鈴木教授は『明治の取引所論』で福沢諭吉の相場所（取引所）論について、次のように述べている。「相場所について「有害無益」なることがしばしば論じられるが、「此論は往々世上行われて時として甚だ有力なるが如しと雖ども、畢竟封建の時代に商売を賤しむの習慣より来たりしものにて、むかしの武士の眼を以て今の相場会所を目撃すれば、其の取引の劇しきこと賭博に似たりと云うも無理にあらず」というのが福沢の基本的な考え方である。つまり、「本来己が商売を賤しむの心に訴へて裁判を下すか故」のこのたどというのである。「凡そ今の欧米文明の諸国に相場会所あらざるはなくして、其の効用を問へば、弊害を説く者は少なくして利益を語る者は多し」（鈴木芳徳『明治の取引所論』174頁、「」内は福沢の「相場所の一新を望む（明

19)」

- 10) 昭和18年には「日本証券取引所法」が制定された。同法では

第1条 日本証券取引所ハ国家経済ノ適切ナル運営ニ資スル為有価証券ノ公正ナル価格ノ安定ニ任ジ且有価証券ノ流通ヲ円滑ナラシメルコトヲ以テ目的トス

とされ、国家経済の目的に沿うことが日本証券取引所の目的であった。国家として最も必要としたのは、悪性インフレの防止、零細貯蓄の動員、生産力の拡充である。そのためには、①公正価格の形成、②価格の安定、③有価証券の流通の円滑化を図るための組織として証券取引所が構想され、それを実現するための手段として

- (1)組織を株式会社組織から営団組織に改め、公共性を付与する
- (2)売買取引仕法を実物取引中心とし、価格形成に必要な程度の投機取引を認める
- (3)必要があれば、取引所自らが株式の売買を行い、株価の安定に努める

という、従来のわが国証券取引所とは大きく異なる取引システムが採用されることになった。

- 11) そうした金融秩序維持に反する典型的な事件が、昭和40年前後のいわゆる証券恐慌の際に、山一証券が日銀特融を受けた事件である。これは、戦後最大の金融事件とまでいわれ、不祥事として非難を浴びたが、これも一つには護送船団による安定した金融秩序が、証券市場によって攪乱され、破綻しかかかったことに対する不安と狼狽から来たものが大きかったように思えてならない。
- 12) 平成11年12月6日の『日本経済新聞』社説は、「国民の富を生かせぬ金融社会主義」として「千三百兆円にのぼる個人金融資産がありながら、オカネはうまく流れない。そのひとつの原因は日本経済に金融社会主義が根を張り、市場の機能が作動しにくいからだろう……」と述べ「日本では、まだ間接金融優位が根付いている」としている。

なお、アメリカ連邦準備制度理事会（FRB）のグリーンズパン議長は、99（平11）年12月にベルリンで開催された20カ国蔵相・中央銀行総裁会議で、日本の経済不振につき「日本は間接金融に重きを置き過ぎたため、バブル崩壊による担保価値下落で企業が後始末に苦勞している」と分析したと伝えられる（平11.12.17、『日本経済新聞』夕刊）。同紙によれば「今回の会議は経済危機防止のための協調が主要テーマ。議長は“反面教師”として日本を挙げ、新興国などに対して危機に対応できる柔軟な構造をあらかじめ整備しておく必要があると訴えた」としている。

- 13) 例えば投信である。これは、本来、資産運用のための手段として開発発展したものだが、戦後のわが国金融の世界では、証券市場のキャパシティを大きく超えた資金供給が行われた結果、証券市場サイドでは、それとの対応から、投信は、資産運用の手段というよりも、証券会社の経営や市場の動きと深い関わり合いをもって発展せざるを得ないという独特な性格を持つことになった。投信発足後の、これまで数度にわたる低迷は、こうしたわ

が国独特の性格との関連でもたらされたものが大きい。

ところで最近、外国金融機関に比して、わが国金融機関における金融技法の開発・運営の遅れが指摘され、あるいは投信運用等と関連して、外資との提携を図る金融機関も多く見られるが、これもこうした戦後金融の帰結と考えて差し支えあるまい。しかし戦後50年余を経た今頃になって、漸く運用の問題を考えるということは、わが国の銀行等の金融機関が、金融機関というそもそもの性格や役割をどう考えていたのか、あまりに日本の事情からのように思える。

- 14) 戦後のわが国では、大蔵省による監督行政の役割が極めて大きかった。しかも、それは業界の動向を行政として常時明確に把握していることが、いわば絶対的な要件となるから、当然業界との癒着問題も生じがちになってくる。こうしたことから昭和40年前後から「銀行は絶対に倒産しない」、あるいは「倒産させない」という、いわゆる「銀行不倒神話」が金融界に定着することになったのである。いいかえれば、預金者保護＝銀行の不倒産＝護送船団行政という方式がとられ、セーフティ・ネットの構築という金融機関政策、あるいは金融機関経営にとって最も基本とされる理念が、実は、行政当局にも金融機関サイドにも不在だったことになる。
- 15) アメリカで店頭市場が急速に発達したのは、1971年にコンピュータ・システムを導入したNASDAQシステムが稼働を始めてからのことである。わが国で店頭市場の発達が遅れたのは、アメリカのように、上場以外の企業が多数存在し、いわば証券市場の裾野が広い市場構造の国とは異なり、わが国では、上場予備軍である企業が少なかったことや、取引所創設以来の証券政策が、取引所市場をもって証券市場と考えていたこと、さらには、取引所上場銘柄が倒産することに対しても世論が厳しいのに、リスクの大きい小資本の企業にまで投資対象を広げることに、抵抗感があったことなど、さまざまな理由が錯綜している。

日本版ビッグ・バンによる証券取引法改正で、店頭市場は取引所有価証券市場と同格の店頭有価証券市場に改められたが、いわば簡易な形での取引所が新たに設けられたことになる。今後、取引所、店頭市場、証券会社、情報ベンダーなどの業態区分が次第に消滅する傾向にあるが、こうしたなかで、わが国の取引所や店頭市場がどのようにグローバルに位置づけられていくことになるのか、大きな課題の一つである。

- 16) 元経団連副会長の樋口広太郎氏（アサヒ・ビール名誉会長＝元住友銀行副頭取）は、「今、経営者として考えること」と題する講演（於交詢社（平7. 12. 22）で、金融再建問題問題に触れたなかで「……日本の金融機関の貸出総額がアメリカの2倍なのです。英仏独、いずれの銀行も「私たちの貸している金額を全部、足したよりも多いというのは、一体どういうことなのだ」と同じことを言いました。それに対して私は今まで経団連の財政金融委員長として「証券市場がまだまだ未成熟なために、本来、証券市場で調達する資金の3割か4割が全金融機関の貸出になっているのだ」という説明を一生懸命しているのですが……」と述べているが、本来、銀

行とは性格の異なる証券市場のキャパシティとのバランスについては、全く触れていない。

これは戦後の財界、金融界における証券市場に対する見方や考え方を集約したものとして、また、こうした意見が、平成7年の段階になっても、まだ根深く残っていたことを示すものとして興味深い。戦後の復興・再建・国際競争力強化という命題からの役割を銀行は既に終えているのにも関わらず、従来と同様、証券市場を殊更に未発達としている印象を受ける（樋口広太郎「今、経営者として考えること」『交詢雑誌』、復刊第382号）。

- 17) 証券市場が未整備、未発達であることは、間接金融システムの重要性を高め、その整備を促進するとともに、他方で、金融機関のイメージを高め、信用度を向上させるなど、それを通じる資金の動員に効果があったのかもしれない。しかもわが国の銀行制度は、いわゆる専業・分業主義の上に立っているから、証券取引法第65条で証券業務は証券業者の専管業務とされた戦後では、証券市場の発達、当然のことながら長期専門金融機関との競合を激しくすることになる。これを回避するためには公社債市場の発達の抑制、直接金融の制限が必要となり、悪循環が繰り返されることになったと考えてよからう。

戦後における証券市場の地位低下には、わが国独特の「企業の所有と経営の分離」が一因になっているようである。戦後の財閥解体等で、戦前の首脳陣は退任ないし追放され、従業員から選ばれた者が、役員として経営に当たらざるを得ない企業も多かった。もともと彼らは資本家ではなく、使用人の出身である。彼らの経営上、もっとも力点をおくのは当然、従業員ということになる。よくわが国企業の経営の主眼が、第一に従業員、第二に消費者、第三が株主といわれるのも、こうした経営者の出自によるものである。アメリカでの経営者は、株主の代理として経営に従事する一つの職業だが、日本では、従業員の頂点として存在することになる。いわば当該企業内の地位、さらには社会的な地位を示す意味合いが強く、独立した一つの職業という感覚は殆どない。

- 18) 戦前の銀行は、いわゆるユニバーサル・バンクで、証券業務を活発に展開していたという説がしばしば主張される。例えば官庁エコノミストとして著名な原田泰氏（大蔵省財政金融研究所次長）の近著『日本の失われた十年』194頁では、「日本の金融業の伝統を云々したいのなら、戦前をみるべきだ。戦前には、銀行と証券の分離もなかったし、まして、信託と銀行の分離もなかった。ユニバーサルバンクが日本の伝統だった」と記されている。しかし、戦前の銀行は、当時の政府が目的としていた英国流の預金銀行主義の建前から、証券業務に深入りを避け、銀行業務に専念することを基本的姿勢としていた。法律では明文化されていなかったし、社債の元引受業務には参入していたものの、株式に対しては消極的であり、公社債、株式などの有価証券売買業務は殆ど行っていなかったとみられる。因みに社債の元引受業務にしても、昭和初期には銀行、証券、信託がこの分野に活発に参入していた。また、わが国で伝統的な銀行分業主義・長短分離の建前から銀行業務と信託業務も分離（戦時中に貯蓄増強の目的から銀行に信託業務の併営が認めら

れたが、戦後、再び分離方針が(復活)されていたのが実態である。

さらに最近では、戦後のわが国経済では、銀行が全てのリスクを負担してきたという見解が、学会等でよく開陳される。

確かに、間接金融というのは銀行を主軸にして資金が流れる仕組みだから、銀行がリスクを負担することになるのは当然だが、こうした意見にはそのために護送船団行政とまで呼ばれる強力な行政によって銀行経営はバック・アップされてきた(せざるを得なかった)ことが脱落している。むしろ銀行はそうした枠組みに安住し、リスクに対する感覚も十分に発達してこなかったというのが現実の姿であった。例えばかつて金融自由化・国際化がわが国で初めて課題となった頃、信用リスク、価格変動リスク、流動性リスクといったさまざまなリスクの中で、銀行がこれまで負担していたのはせいぜい事務リスク(帳簿の誤記等)程度であったと指摘されたことがある。また、貸倒準備金の積立率が高すぎるとして、しばしば税制改正の対象となった。

右肩上がりなが長く続いた戦後経済では政府の調査会・審議会で計画する産業・経済政策に追随すれば、大きなリスク負担は回避することが出来たように思われる。

よく「メインバンク」論で、銀行の適切な企業モニタリングが、わが国経済の発展をもたらしたとも主張されるが、企業は技術力や販売力など熾烈な国内・国際競争のなかで、経営を自ら律することを強いられ、銀行等の金融機関については、国内的には護送船団行政で保護される一方、国際的には、強力となった国力や経済力そのものがバックになるから、国際競争からもたらされる経営の規律づけは必ずしも強いものではなかったし、監督当局による規制も経営規律に関しては、十分なモニタリング機能を果たさなかった。

こうしたリスク軽視あるいは自己規律を裏返した戦後銀行行動の積み重ねが、不良債権の累積など今日の金融混乱を招いた大きな原因になっている。証券取引法第65条による銀行・証券分離の是非問題にしても、かりに銀行が主張したように、銀行本体での証券業務が認められていたとしたなら、今日の金融混乱はさらに拡大していたとも主張できよう。

繰り返すことになるが、戦後わが国の金融は、銀行重視(とそれを支える強力な金融行政)によって運営されてきたし、学界の大勢もそれに追認してきたといえる。だから上記の2つの意見の奥には、戦後わが国経済発展の、いわば「輝ける星」ともいふべき存在だった銀行の不振について、もし、わが国銀行制度の改革がもつ

と早く行われていさえすれば、こうした銀行破綻は起きなかったはずという発想があるからだろうが、こうしたわが国銀行の現状は、制度の欠陥というよりも、むしろ護送船団行政とまで呼ばれる強力な行政の存在と、それに安住して自己規律を脆弱化させた銀行経営によるものが大きいようである。

なお、戦前のわが国銀行の証券業務については、拙著『金融自由化と銀行・証券』(資本市場研究会、昭和61年)を参照されたい。

- 19) 平成11年のわが国証券市場には、株式売買委託手数料の完全自由化の実施、取引所の市場集中義務の廃止、東証立会場取引の廃止など話題に事欠かないが、その中の一つにアメリカのNASDAQによるナスダック・ジャパンを通じての本邦への進出問題があげられる。

このことは日本の国内にアメリカの証券市場が組成されることを意味し、アメリカの資金動員機構の一部門を形成することになる。いいかえれば、このナスダック・ジャパンを通じて、わが国企業がアメリカから資金調達できる反面、わが国の貯蓄が大量にアメリカに移転してしまうことも想定できるだけに、単なる外国取引所への上場、あるいは円建て証券の国内発行、企業合併等による外資の進出とは異なった性格のものである。

現在、ナスダック・ジャパンは大阪証券取引所と提携し、当該取引所の一部門として、本年6月に開設される予定とされているが、市場開設時からの登録を求めて多くの日本企業が参集していると伝えられる。

これに対応して、東証ではマザーズという新市場を開設し、また、日本証券業協会では、店頭有価証券市場の改善整備を進めているが、市場への登録(上場)要件には、三者の間にそれほど大きな差はないといわれている。

かりにわが国の証券市場(取引所市場、店頭市場を含め)が、アメリカの市場と同様に、速くから市場の連結を図り、日本版NMS(ナショナル・マーケット・システム)を創設し、国内的に海外市場との競争に対応する準備が整っていれば、ナスダック・ジャパンの日本進出という問題は起きなかったかもしれない(日本版NMS構想については、拙稿「日本版ビック・バンと証券市場」日本証券経済研究所『証券経済研究』第19号(1995.5)を参照)。

いずれにせよナスダック・ジャパンの進出は、わが国における本格的な市場間競争の幕開きといえてよからう。しかし、この失われた10年の間に日本は大分遅れをとってしまったようである。

(東亜大学大学院教授・当所兼任研究員)