

「証券恐慌」をどう読むか

小林 和子

一、世紀末の思想

経済学者とか、経済を前面に出した哲学者とか、はたまたヤマ師的預言者とか、ラビ・バトラーなる人物がいる。この人の書いた

「世界大恐慌」（一九九四年一〇月邦訳出版）なる書物をぱらぱらめくってみると、数年内に資本主義は崩壊するらしい。

一九九五年、すなわち本年、（一九二九年のように）ニューヨーク株式市場が大暴落し、アメリカ

経済は大混乱、東京市場も同様に崩落し日本経済もひどい状態になる。アメリカと日本の壊滅は世界各国に波及して、「世界大恐慌」に結果する。二〇世紀末にかけて世界的に資本主義は崩壊に至り、人類は資本主義とは異なる経済原理による社会を再編成することになる、という。

じっくり読もうという気にはならなかったの
で、「経済原理」とはつきりラビが書いていたかどうかはわからない。「文明原理」というほうが近かったかもしれない。資本主義の歴史を非常に早い時期から始まったとみていることから、実態とし

ては、商品経済と、それと裏腹の貨幣経済の崩壊をいいたいらしい。「資本主義」が崩壊したとすると、何が社会編成の原理になるのか。すでにして社会主義は崩壊している。どうやらラビの信奉する宗教的友好原理が考えられているらしいが、現実の説得性には乏しいと思われる。

先進諸国の株式市場がなんらかの理由で崩壊することは……時期はともあれ……ありうるであろう。それをきっかけに経済状況が悪化することもありうる。しかしそうしたパニック状態が全面化し、一国の経済全体が決定的に崩壊に至ることをラビは論証していない。まして世界全体の恐慌化が、資本主義経済体制そのものに終止符を打つまではいいえていない。

とはいえ、単に好況の終わり、バブルの崩壊をいうだけではなく、資本主義の終焉を予測する、あるいは願望する思想が明確に出されるようになる

ったことは、この二〇世紀末の特徴であろう。一〇〇年前、一九世紀末には、きたるべき没落を予感したブルジョア階層が、持てる富と蓄積の上に築いた自己の文明の爛熟から崩壊への危うい均衡の美を、世紀末の意識として残した。一九世紀末の予感の正しい行く先は社会主義革命であったが、延命した資本主義の内部では、大量工場生産と大衆文明社会が現実化した。その結果の一つが、資本主義終焉の願望であるのは歴史の皮肉ともいえる。一九世紀に葬り去られたユートピア社会主義の、遅れてきた実現を、実際には願望しているのかもしれない。

二、現実の恐慌とは

さて一九九五年、日本の場合、現実最初に起きて社会を揺るがしたのは、恐慌ではなく、地震

であった。一月一七日早朝の阪神大震災は、この情報社会にあつて予測できないものへの恐怖を、改めて多くの人の肌身にしみ込ませた。地震予知学というものがあるらしいが、正確な地震の予知はどうやら期待不可能であり、かつ防止は絶対的に不可能である。これに対して、景気循環上の地震ともいふべき恐慌は、あるていど予測可能でもあり、かつは防止可能、いやそれ以上に防止することが一九二九年以降の経済の絶対的な政策上の要請である。

経済恐慌の持つ意味は一九二九年以前と以後では変わったのである。

小恐慌で破綻する景気循環を繰り返していた時代から、強大な経済力を持つ中心国の破綻が関連主要国に波及して世界恐慌に至り、世界大戦を惹起するに及んだ経緯を、忘れることのできる政治家、経済学者はいない。恐慌をなくす、少なくとも

も大恐慌はなくし、不況でいどに止める。そのためにさまざまなビルト・イン・スタビライザーが考案された。

恐慌はいわば圧縮され、能うかぎり小さな雛型におしこめられ、大衆一般の生活を襲う直接的な恐怖とはならないように飼ひ慣らされてきた。不況期、不況産業の、あるいは経営に失敗した企業の倒産や臍首は別として、経済全体としては制御できないインフレーションや産業構造の適切な転換の失敗のほうが現実の恐怖であつたと思われる。

それでも、資本主義経済体制である以上、恐慌の深淵がその裂目をむきだしにすることを完全に回避はできない。部分的であるとはいえ、証券恐慌はその一例である。

株式市場崩落に際してとられた公的資金の出動に始まり、大和銀行によるコスモ証券の救済買収

容認から、東京地区の二信用組合救済のために東京共同銀行を設立するに至るまで、幾度となく口にだされた「信用秩序の維持」「金融システムの安定性維持」とは、信用恐慌、人口に膾炙する言葉でいえば金融恐慌の、回避を意味する。

不動産がらみの巨額の不良債権保有で整理を余儀なくされた二信用組合を日銀資金を用いて救済するために、日銀法二五条の発動が予定されている。

日本銀行法第二五条「日本銀行ハ主務大臣ノ認可ヲ受ケ信用制度ノ保持育成ノ為必要ナル業務ヲ行フコトヲ得」

日銀は日常業務の他に、第二七条でも相当の業務ができる。この第二五条は、ありていにいえば、（昭和二年のような）金融恐慌を未然に防止するためには「日銀はなんでもできる、なんでもする」ことを意味する。いわば万能の金融権能であるか

ら、そうそう簡単に発動するわけにはいかない。今回の東京共同銀行以前に発動された例は、証券恐慌のときただ一度である。昭和一七年の日本銀行法制定以来、五〇余年のあいだに一度とは、よほどの非常事態を意味することになる。

もっとも、証券恐慌のおりは、二五条発動は初めてであったとはいえ、賛否の議論が紛糾したわけではない。のちに見るように、数年にわたる不況の過程で証券市場救済は繰り返されており、すでに昭和四〇年一月の日本証券保有組合設立前に、「証券業界救済のための日銀資金導入」については議論が済んでいたのである。

証券恐慌は、恐慌という名称はあとでつけられたものの、実際には信用恐慌には至らず、経済全般に影響することはなかった。昭和四〇年前後の当時、まだ規模としてはさほど大きくなかった証券市場に部分的に恐慌状態をおしこめ、金融恐慌

に波及することを防止するのに成功した典型例である。

三、証券恐慌の解明を目的として

当研究所の証券史資料編纂室が昭和五四年以来編纂してきた『日本証券史資料・戦後編』全一〇巻は、この証券恐慌の解明を目的とするものである。と、一言でいえばいかにも簡単そうに聞こえるが、これを証券界の中で行おうと思えば、昭和四〇年の五月の一週間に限ったり、昭和三六年以降の不況過程のみをみるわけにはいかない。昭和二〇年以後の戦後証券史の流れの中から、証券恐慌の必然性を跡づけたいと考えた。

この意図が十分に成功したとはいえないが、ともかくも第九巻『証券恐慌』の刊行にこぎつけて、

監修にあたった筆者はとりあえずほっとしている。

この資料集の編纂は、明治一二年（一八七八年）証券市場の出発（東京株式取引所、大阪株式取引所の創立）から一〇〇年の昭和五三年（一九七八年）に行われた証券一〇〇年記念運動の中から提案されたもので、具体的作業は当研究所に委託された。当研究所としては創立二〇年記念事業の一つでもあった。

編集に着手した五四〜五五年当時は、四〇年証券恐慌当時からまだ一〇数年というところである。最初の監修者であった故・志村嘉一氏は、資料集編纂の目的をはっきり証券恐慌の解明に置く、と打ち出したわけではなかったが、証券界の方の中には「証券市場の歴史の汚点ともいえるべき証券恐慌をわざわざとりあげなくても……」という意識があったようで、仕事はなかなか軌道に乗らな

かった。

証券恐慌はまだ「歴史」になっていなかったのである。

証券界のこの対応は、逆に、筆者には証券恐慌を説明することの重要性を認識させた。すでに、荒川弘『証券恐慌前後―三〇年代の金融・証券市場』(昭和四二年)と、東京証券業協会『証券外史』(昭和四六年)がある。大阪市立大学川井一郎教授の一連の論文もあった。資料集として戦後証券史を編纂するとすれば、戦後の前半の二〇年(当時からみて)の必然的帰結として証券恐慌をとらえることが大きな目的となると確信した。

とはいえ、証券界の反応は先に見たように否定的であった。

時期が早いということが大きな理由ではあったが、いま一つ、一九二九年ニューヨーク市場崩落前の証券業者のアビューズ、悪弊に類似した取り

扱いを受けることを恐れたと思われる。証券界自らが、歴史というにはまだあまりにも生々しい辛苦の思い出である証券恐慌に、暗いベールをかけすぎたのである。

編纂側としてはどう対応するか。

資料集の内容構成で証券恐慌の説明をできるかぎり後にまわし、証券関係の国会審議録や証言聞き取り、さらにGHQの覚書類の収集から始めた。こうしながら、あるていどの時間の経過を待ったのである。

この方法は両刃の剣である。

時間の経過を待ち、語り手が語りだすとき、秘匿された資料が陽の目をみるときを待つのは、穏当ではあるが、同時にしかるべき語り手の寿命を尽きさせ、資料は捨てられ、散逸し、場合によっては資料が存在することすら誰も知らないということになる。とりわけ変化の速度が速くなったこ

の一〇数年は、資料保管者も入れ代わり、バブル期には歴史資料などいじるのは世をすねた変り者という感があった。

この方法の決定的な立ち遅れを痛感させられたのが、証券不祥事のおりである。

少なくとも不祥事の前に証券恐慌についてまとめておきたかったと思う。

また日本と同じような証券市場崩落を経験した韓国の市場関係者からも何回も証券恐慌について問い合わせがあり、『日本証券史資料集』の刊行予定に入っているのにどうしてまだでていないのか、と不思議がられた。証券恐慌に対する政策的対応については別途、筆者個人の研究からいろいろ話したが、『資料集』の一卷としてまとめておくことの重要性を、むしろ外国の関係者から教えられたのである。

四、証券恐慌における「信用秩序の維持保全」

証券恐慌を知らない世代がすでに証券人口の八割を占める、といわれたのが、証券不祥事のころであったと思う。実は筆者も知らないほうに入る。当時の証券市場に対する社会的指弾の現実を知らないために（せいぜい日本経済新聞を後で読んだだけである）、証券界の方々が肌身で感じた疎外感、屈辱感がわからない。そのゆえに事態を歴史として客観視しすぎたきらいはあると思う。

いや、ヒストリアンとしては客観視が当然であるのだが、当事者しか知らない事柄や、個別会社の資料に近寄れないために、大きな潮流を描くことはできても、細部にわたっては隔靴搔痒の感があった。当時の事情をよくご存じの方からみれ

ば、いろいろ足りないところがあり、またまちがっているところもあることと思う。ご指摘をいただければ大変ありがたい。当研究所編集部で入手できなかった資料をおもちであれば、みせていただければとも思う。

この資料集を使つての研究はこれからのことで、多くの、とりわけ若い方々の研究調査を大いに期待している。

筆者個人も、改めてこの資料集を活用するつもりである。

そういう目で見れば興味ある論点は随所に見いだせるが、ここではそのうち二つをとりあげておきたい。

一つは、日銀法二五条発動を決めさせた客観的条件である。

昭和四〇年五月二一日(金)、山一証券再建策についての報道管制に拘束されなかった西日本新聞

のスクープにより、翌週の同証券店頭は運用預かりの解約と投資信託の解約請求で混乱した。これを銀行店頭における取り付け騒ぎに擬する声もなわけではなかったが、昭和二年金融恐慌当時の取り付けとは雲泥の差である。

日銀法二五条発動決定のタイミングには、証券業免許制を決めた証券取引法改正の成立と日本証券保有組合があるにもかかわらずとめどのない株価の下げとが大きくかわっているが、発動決定の内的論理は運用預かりと投資信託の資金の性格にある。

昭和三〇年代当時、証券業者が運転資金調達のために行なつた証券の運用預かり(証券業者が店頭で顧客に販売した債券を、顧客から預かつて担保使用し、運用利回り乗せを約束する契約)に使われた証券は、大半が個人顧客保有の割引金融債であった。積極的な株式直接投資家に比べて、零

細投資家である。また投資信託も、個人の零細資金を市場振興のためにかなり政策的に吸収したものである。

不況直前の、株価がピークに達するまでの時期、「銀行よさようなら、証券よこんにちは」のコーピーが作られた背景には、現実には預貯金を引きおろして投資信託や債券を購入した多くの個人の行動があった。政策当局者も、一年もの割引金融債の購入者や投資信託受益証券の保有者が零細投資家であり、その投入資金が、預貯金とほぼ同じ性格の貯蓄性大衆資金であることをよく承知していたのである。

しかも、運用預かりの対象金融債の中心は日本興業銀行発行の興業債券であった。

興銀は長期信用銀行法により債券の発行ができる。金融債の発行により調達した資金を、民間銀行が融資しえない産業分野あるいは企業に対して

政策的に融資する役割を担っていた。債券発行市場の最有力メンバーである。また金融機関としては、不況期の証券会社に対する公社債担保金融の供与者であり、一般的にも証券会社の有力メインバンクであった。そのうえ、昭和三十九年一月に作られた日本共同証券の有力出資者でもある。

運用預かりを行っていた証券会社（上位一九社）のうち多く（上位一四社）は、投資信託委託会社を分離・併営していた。運用預かり一九社を対象とする日銀法二五条の発動（実質的に無担保、無制限の融資実行の決定）は、一方で大証券会社を信頼して預託・投資された貯蓄性大衆資金に対する「支払い不能」（解約不能）を回避し、他方で日本興業銀行に対する信用の維持保全を図るものであったのである。

これらのどちらか一方だけでも、当時の半パニック状態においては、「信用秩序の維持保全」を決

定させる要素ではあったと思われる。しかしなお、大証券会社の一部を救済するためとみなされる恐れはあった。発動のタイミングが重要であったのはこのためであった。

ひるがえって零細大衆の貯蓄性資金の証券市場への導入についてみれば、これはいわば第二次世界大戦後の証券政策の基本に戻ることになる。財閥解体後の放出株式一般売出しは、全国に散らばる証券会社本支店の積極的な売込活動なくしては成功しえなかった。証券界が証券民主化運動と名付けて必死の売込を行い、また証券投資信託の創設後は同じく必死の売込を行って、一件一件は零細な貯蓄性資金を積み重ねたことによって、証券市場の基盤は大衆化し、拡大したのである。

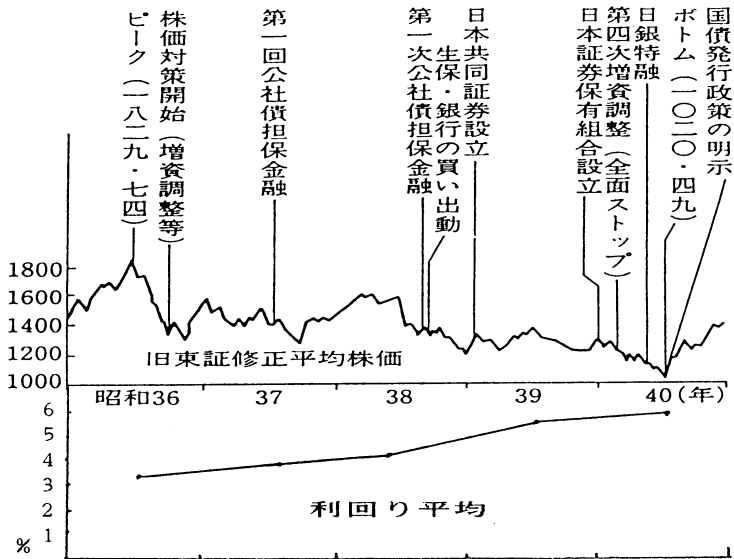
貯蓄性資金を証券市場に導入しなければこれほどの拡大はなく、しかし導入した貯蓄性資金に対する責任は「投資家の自己責任」だといいきれな

かったところに、日銀法二五条がびったりあてはまったのであろう。

いま一つは、この当時の株式市場は、株価が下がればそれなりに採算がとれる市場であったことである。次頁の表にみるように、株価低落が始まるや株価対策も始まり、四年にわたってあの手の手とできるかぎりのことがされた。それでも株価は低落を続け、その結果、株価に対する配当利回りは昭和四〇年平均では六%近くにまで上がった。

株価低落の直撃を受けた大衆資金は市場から逃避したかもしれないが、新たな投資資金を呼び込むだけの魅力は、証券恐慌前後のボトム市場には配剤されていた。投資家は変わるが市場には新たな魅力が備わっているかどうか、これが証券市場のレーゾンデートルであることを証券恐慌は示したと思う。

「証券恐慌」をどう読むか



市場が不死鳥、フェニックスとして蘇るには、
それなりの劫火をくぐらねばならないということ
かもしれない。

(こばやし かずこ・当研究所主任研究員)