

市場の戦後六〇年

小林 和子

今年は一〇〇五年、すなわち一九四五年の終戦から数えて戦後六〇年である。一九四五年生まれの人間ならば還暦を迎えることになる。陰陽五行の説で十干十二支の干支の組み合わせが六〇組、

生まれ年と同じ組み合わせが巡ってくるのが還暦である。また、孔子は『論語』で十五歳にして学門に志した自らの人生を、三十にして立つ（而立）、四十にして惑わず（不惑）、五十にして天命を知る（知命）と語った。六十は耳順す（耳順）、すなわち人の言葉を聞いて直ちにその真偽、是非が分かるようになった、という。これは人生三十

年か四十年時代の、孔子七十歳過ぎの言葉で、とても人生八十年時代の凡人六十歳が真似できるものではない。さりながら、平凡は平凡なりの成熟を意識することはできよう。

さて、市場というものを死すべき人間になぞらえることはできないが、戦後市場の上にも同じだけの時間が経過した。終戦と占領により戦前期とは断絶した市場として、一からの再出発を強いられたのだから、戦後市場は還暦を迎えたといつてもよい。取引所市場が存在しなかった時代を含めて六〇年を経過して、はたして日本の市場は成熟

したといえるだろうか。いくつかの論点に絞って、戦後六〇年を大きく振り返ってみたい。

株価と経済成長

戦前期の市場で考えるならば——個別銘柄先物取引の投機駆け引きという市場要因を除いて——株価にもっとも大きく関った要因は戦争である。日清戦争、日露戦争、第一次世界大戦、第二次世界大戦と四回にわたる戦争は、濃淡はあれ一時的には日本経済に成長をもたらした。戦後は賠償金や新領土の獲得その他、目に見える權益が生じもした。もっとも最後の大战は短期決戦がならず長期化し、予想外の拡大となり、負け戦となった。市場は経済統制を嫌い、低迷を続けた。日米開戦を覚悟した政府は株式価格統制令を出して株式の最低価格を政府が決定できることとした。実

際に発動はされなかったものの、政府がこれ以上株価を下げさせたくないと考えれば、あっさりとして市価を固定できたのである。

戦後市場には最初と最後を除いて、戦争要因はほとんどなくなった。日本が平和憲法を持ったからであり、また第三次世界大戦は抑止されたからである。一九五〇年朝鮮動乱は日本経済に特別需要をもたらしたが、一九五六年スエズ動乱や一九六〇〜一九七五年ベトナム戦争は日本市場に大きな影響は与えなかった。しかし、バブル崩壊後の一九九〇年湾岸戦争時には蔵相が「株価テコ入れ宣言」をし、二〇〇三年米英軍のイラク攻撃時には株価は近年の最安値をつけた。また個別銘柄先物取引は行われなかったため、これを温床とする投機も生じなかった。戦後市場の株価に大きな影響を与えたのは、戦争と関らない経済成長であったといえる。

この点は全世界どこでも同じだった、といえないことはない。しかし、日本にはいくつかの特有の事情があった。一つは、平均一〇〇倍の価格騰貴に及んだ戦後インフレーションの洗礼を株価は受けなかったことである。戦時最後の株価が直接に戦後の株価につながったわけではないが、実際には四〇〇〇六〇円その株価（額面五〇円）を参考に戦後の取引はスタートした。他の商品価格に比して株価は著しく低位で出発し、インフレーション終息までの三〇四年に株価指数で七〇〇倍になったていどである。戦後復興需要が終り、朝鮮動乱景気が終り、一九五六年経済白書が「もはや戦後ではない」と書いて、戦後という特殊事件は終わったと認識された後で、予想外の高度経済成長が始まった。第一次、第二次、オイルショック後、さらにバブル期と高度経済成長が繰り返され、日本経済には高度成長体質のDNAがあるか

のような認識が持たれた。

しかし、六〇年経ってみてどうか。個人個人の寿命は延びたが、一日の時間が二四時間であることに変わりはない。個人のレベルで何十年と食べ過ぎればやせる努力が必要ないように、社会も贅肉を落とす時期がある。世代が代わればまた変わるうが、当分は高度経済成長をもたらすような大衆消費型の「適度の高額商品」が継続して一般の消費意欲をかきたてる状況はないように思われる。

証券商品と取引仕法

一九九八年金融証券ビッグバン政策が実施されて、証券市場で取引の対象となる商品は自由化が進み、外国市場で取引されていて日本市場で取引されないものは原則としてなくなった。これで市場の力は増したのだろうか。ヨーロッパの言語に

は「カードの家」という概念がある。トランプやタロットのカードで作った家はちよつとバランスが崩れば壊れてしまふ。バブルを形成する市場の力というものは一つにはこのカードの家を巧みに作り上げる魅力に近い気がする。バランスが崩れば家は壊れるが、カードは消え去らないので、また新たなプレーヤーが現れて家が作り上げられる。株式市場バブルが作り上げたのは豪壮なカードの城であつたともいえる。基盤をなすマーケットは城の下の大地であろうか。二つにはこの大地が肥沃になることが市場の力である。取引される商品の拡大はカードの図柄の増大、取引方法の多様化はカードの組み合わせ方が巧みになつたとなぞらえることもできる。

戦後直ぐの時点で、商法に規定された有価証券には株式と債券のみが存在した。戦時の投資信託は信託法を利用した契約型で商法には無縁であつ

た。株式には無記名株券も発行され、債券にはすでに転換社債も登場していた。しかし、基本的には記名株券と無記名債券が中心の、単純な商品構成であつた。流通市場ともなれば株券一辺倒である。債券は、戦直後のみならず戦後六〇年のうち前半三〇年間には、部分的な流通があるだけだつた。戦時国債の処理問題があつたため取引所再開時に債券は上場されなかつた。一九五六年取引所債券取引が始まつた後も、実質があつたのは電信電話債券のみであつた。

株式の流通市場に上場する業種は、終戦後の数年間に大きく揺れ動いた。戦時型の市場から戦後型への地殻変動が生じた。試みに戦時最後の日本証券取引所の上場業種分類別銘柄数（一九四三年一二月）を見ておきたい。長期取引とは個別銘柄の長期清算取引（先物取引、三ヶ月、二ヶ月、一ヶ月の三限月）である。

日本証券取引所の上場業種別銘柄数

事業別	長期取引	実物取引
交通業	21	118
電気・ガス	6	59
鉱業	23	87
製造工業	186	697
農業・漁業	8	44
商業	7	75
金融・保険業	6	116
取引所業・証券	6	16
合計	263	1212

(資料) 『日本証券取引所統計月報臨時号』1944年9月号

一見して製造工業上場銘柄数が長期取引で七〇％、実物でも五七％あることが目に付く。紡績から雑工業まで一四業種を含む製造工業を中心とした市場が形成されているような感じがある。しかし、この銘柄数には新株が含まれる。朝鮮京南鉄道などは第四新株まで上場されている。また、同鉄道の例のように外地企業がかなり含まれる。交通業には南満州鉄道、朝鮮鉄道、電気・ガスには京城電気、台湾電力、満州電業などのように、全ての業種に大きな外地企業が入っている。金融・保険業には銀行、信託会社、火災・海上保険、生命・徴兵保険のほか、満州重工業開発などの植民地開発会社、三井物産・三菱本社など持株会社も含まれた。株式会社組織の取引所業にも大連株式商品取引所、満州証券取引所が含まれた。

戦争に負けて、進出外地は全て消失し、外地企業も消失した。国内では軍需産業をそのまま継続

することはできず、急遽平和産業への転換が図られた。外地企業や軍需産業でなくとも、戦時下に集中合併を進めて大規模化した企業は財閥解体と過度集中の排除で分割された。生命保険会社は株式組織から相互組織に転換し、徴兵保険はなくなつた。株式会社組織の国内取引所業は一九四三年に特別法出資法人の日本証券取引所に統合されて消失している。上場業種の構成は大きく変わった。他方で財閥解体の結果、これまで上場してゐなかつた旧財閥系の企業が多く公開・上場に向かつた。取引方法は再開直前に実物取引のみといふことで確認された。戦後の商法改正の前なので、各種新株がまだ併存しており銘柄数と会社数がかかなり乖離している。

銘柄数・会社数ともにトップは機械工業、二位以下の化学工業、繊維工業などはその半分以下である。いずれも戦時下との比較では製造工業六種

に分類される。製造工業の比率は銘柄数でも会社数でも七割を超えた。トップの機械工業には軍需産業が衣替えしたものが多く含まれ、再開日の取引状況も「旧軍需株を中心に活況」と書かれた（一九四九年五月一七日『日本経済新聞』）。「金融・保険業」や「商業」は激減した。すでにこの段階で「農業」は分類から消えた。

証券取引所再開から一〇年後、一九五九年二月末の東京市場の業種別構成は、第一次高度経済成長期初期のものである。会社数（六〇二）と銘柄数（六四〇）との差は縮小した。業種としては、僅か二社だが「建設業」、五社だが「不動産」が独立した。「金融・保険」は再開時に比べて地方銀行や損保などの上場が少し増えてきた。製造工業一四業種のうち最高は化学工業の七七社で、全業種のトップでもある。四〇社台は多い順に第一次金属、繊維、電気機器、三〇社台は同じく食

市場の戦後60年

東証再開時の業種別銘柄数（会社数）

金融・保険業	27 (26)	繊維工業	88 (50)
交通業	17 (15)	食料品工業	38 (29)
船舶・運輸業	21 (14)	漁業	18 (12)
ガス・電気業	14 (9)	化学工業	89 (62)
鉱業	30 (18)	窯業その他工業	76 (53)
機械工業	165 (112)	商業	36 (34)
金属工業	46 (35)	興業	16 (16)
		計	681 (485)

（資料）東京証券取引所『証券』第34号臨時増刊「統計年報」1949, 1950, 1951年

料品、輸送用機器、機械である。鉱業は二七社とまだ多いが、すでに商業やサービス業に追い上げられている。

ここから一気にバブル絶頂期の一九八九年末に飛んで見よう。製造業は上場会社数・上場株式数で非製造業をやや上回るが、株主資本・時価総額では下回った。戦後最高となった時価総額六一兆円（会社数一五九七）を構成する業種を、上位から一〇位まで掲げる。

日本市場を世界最大規模に押し上げた時価総額の実に三〇％は証券業を含む金融・保険業であった。大企業が多いので、会社数では九％に止まる。因みに非製造業の時価総額が製造業のそれを上回ったのは一九八五年末である。

直近の二〇〇四年末時点では、製造業のうち医薬品が独立分類となり、非製造業では通信業が情報・通信業に、銀行・保険業は細分化されるなど

1989年末の業種別時価総額（会社数）

金融・保険業	177兆7895億円（148）
電気機器	56兆6853億円（169）
商業	48兆2578億円（175）
化学工業	40兆7140億円（160）
輸送用機器	33兆4721億円（74）
電気・ガス業	31兆47億円（15）
建設業	26兆7352億円（117）
鉄鋼業	23兆3978億円（51）
陸運業	22兆2967億円（33）
機械	21兆7384億円（138）

（資料）『東証要覧』1990

あったが、変化としては大きくない。単独の業種で時価総額の比率一〇％以上は電気機器（一三・八七％）、銀行業（一〇・六九％）、輸送用機器（二〇・五五％）の三である。一九八九年と比較するために銀行業・証券・保険業を合計してみると一四・九三％（含む・商品先物取引業）で、比率では半減したがやはり一位となる。非製造業の優位と金融業の優位は継続している。売買高は動きが大きいが、二〇〇四年一月中旬ではなお製造業が過半を占めた。

すでに七年前になるが、一九九八年金融・証券ビッグバン政策の目的を思い起こしたい。表面は市場改革であるが、この政策の实质は日本の金融・証券業を雇用吸収的な利益部門に育て、これらを仲介者として市場型の金融を押し進め、新たな産業の発展を助けようというものであった。ともあれ保護型規制を剥ぎ取られた新たな金融業が、

製造業であれ非製造業であれ新たな成長産業を見つけ出し、力を貸すまでにはまだ至っていないようだ。

市場制度

証券の保有者Aが資金の保有者Bと相対で、相互に合意のできる価格で証券を売買したとする。ここには「取引」は存在するが、「市場」は存在しない。その取引が公正か不公正かの問題も残る。「市場」というからには基本的に一般に開かれ、一定の条件を満たし、ルールを守れば自由に参加できること、取引決済履行までの過程に関する専門家が管理することが必要である。ただし参加者は、直接に取引を行うか、間接的に市場仲介者に依頼するかの別がある。もっとも発行市場には恒常的・物理的な市場設備は不要であり、必要に

応じて機能を發揮する専門的機能が保持されていればよい。

戦前期の日本の流通市場は個別銘柄株式の先物取引（前半は一種、大正末期から長短の二種）を取引所取引の使命と心得、取引所外で行われた先物取引は嚴重に取り締まり、取引所内に吸収した。手数料と税金の高い取引所取引を嫌って外に流れる先物取引や、場外実物取引の先物取引がしばしば見られ、これらを吸収して取引所市場が拡大したともいえる。債券については取引所市場はごく一部の銘柄に限られ、統制下に流通は規制され、担保利用が流動化の中心になった。

戦後、取引所市場（日本証券取引所の全国市場）は占領下に再開を認められなかった。制度的市場の再開が「ノー」となれば、制度のないところで取引が行われ、やがてはある種の秩序と制度が作られていく。一九四五年九月から散発的に始

まっていた個別の証券会社の店頭取引は数ヶ月で連携して一ヶ所に集まり、「集団取引」と呼ばれる場外取引制度を作り上げた。やがて日本証券取引所の廃止が明らかになり、片や財閥株式の一般放出の「場」が必要でもあり、集団取引は規制当局の暗黙の承認を得て発展した。四五年九月〜四七年四月は日本の市場の歴史で稀有の「取引所市場の利用禁止時代」、四七年四月〜四九年四月は「取引所市場が存在しない時代」である。取引所市場が法的制度である以上、法令を管理するものによって決定的に命運を左右されることをはっきりさせた時代でもあった。

一九四九年四月下旬に日本の証券界がGHQ証券担当官アダムスの出した「取引再開三原則」を呑み、五月に新取引所市場における取引が再開された経緯は大方の知るところであろう。三原則のうち「取引の時間順位の記録」は当時かなりの混

乱を惹起したようだが、もちろん定着した。「先物取引の禁止」は戦後市場の中核概念となり、一九八六年に債券先物取引が導入されるまで三七年継続された。最後の「市場集中原則」は、債券についてはもともと弱かったが、株式については非常に強く作用した。店頭市場育成政策によって多少緩和された後、最終的には一九九八年証券取引法改正によつて撤廃された。足掛け五〇年の命脈を保つたのである。

流通市場を提供する証券取引所の組織原則は次のように変わってきた。

取引所法（一八九三〜一九四三）

会員組織と株式組織の併用

商品取引と有価証券取引の併用

日本証券取引所法（一九四三〜一九四七）

特別法出資法人（日本に唯一）

有価証券取引のみ

証券取引法（一九四八）

会員組織のみ↓二〇〇〇）会員組織と株式組

織の併用

有価証券取引のみ

一〇〇年余りでこの変化をみれば、証券取引所にとつて組織原則は絶対的なものではないことがわかる。証券取引法では当初九ヶ所の取引所を認め、ほぼ恒久的組織をイメージした。出発点では日本証券取引所への強権的統合から民間取引所を復権させるという意識があつたと思われる。株式組織への復権ではなく新たな会員組織への復権であつたことが、その後の地方取引所温存主義につながつた。証券取引所の新設・統廃合は想定されず、これらに関する法規定は著しく遅れた。変化に対する日本市場（と、それを規定してきた行政）の反応の鈍さは、二〇〇四年二月のジャスダック証券取引所の新設が一九五〇年札幌証券取

引所設立以来「五四年ぶり」となつたことに如実に示されている。

市場の具体的な諸施設に関しては何といつても「場」があつて「場立ち」がいて、手指の動きと大声で呼ばれる取引成立過程がなくなり、全てがコンピュータで処理できるようになつたことが大きい。取引所見学者には総立ちの熱狂も閉古鳥が鳴く相場も同じで、ビジュアルにはつまらなくなつたが、確実な取引の執行という点では文句はない。機械の限界や誤りという別の問題はあるとしても、徹夜のソロバン仕事で受渡しがダウンし、市場が閉じられたことは昔日の感があるう。

仲介業者

市場取引を仲介する証券業者の業務は一九六五

年証券取引法改正で業者免許制が規定されたときに、発行・流通市場に分けて四業務の業務別免許として整理された。大雑把に言つてこれを境に、仲介業者は「株屋」の次元から「証券会社」の次元に切り替わつたと見る事ができる。

戦前期の証券業者は多くが個人商店であつた。行政の免許を受けて営業し、氏名等が把握できるのは取引所の仲買人（後に取引員）のみであり、こうした免許を受けず、取引所の外で現物取引の仲介を行ったもの、あるいは仲買人に取引所内の取引を委託したものは把握できない。仲買人は当初すべて個人であり、野村徳七商店、小池国三商店のように個人名の商店で営業した。明治の終りからぼちぼち合資会社になるものがあり、第一次世界大戦中から戦後好況期に恒常的な会社組織で利益を確保できるようになつたところが、株式会社化を始めた。もっとも個人商店からすんなり株

式会社に転換したものは少ない。証券系銀行からの独立（野村證券）、合資会社からの転換（山一証券）その他道筋はいろいろあつた。一九三七年当時、東京株式取引所の取引員の組織別では、法人化への動きが見て取れるがまだ少数派である。

一般取引員六七のうち六六は短期を、六五は実物を、四〇は国債を兼業した。短期三四のうち三二と国債の二も実物を兼業した。国債の個人二は、名義は個人であるが所屬はそれぞれ日本興業銀行と早川ビルブローカーであるから、国債専門の母体は全て法人であつた。戦時下の日本証券取引所は取引員を全て法人（商法上の法人、株式会社を含む）とした。取引員ではない有価証券業者も企業整備時の指導で合併統廃合後に大方は法人化した。

戦後の証券取引法は全証券業者を対象としたため、会社と個人の両規定で出発し、六五年改正時

取引員種類別の組織（1937年）

	個人	株式会社	計
一般取引員	47	20	67
短期取引員	33	1	34
実物取引員	3	0	3
国債取引員	2	6	8

（資料）『東京株式取引所史』第3巻

によろやく証券業者を株式会社と規定した。事実上はすでに全て株式会社になっていたが、ここで初めて強制規定となったのである。免許制への転換前後には廃業・統合も多く、個人商店時代の名称も多くが消えた。会社の名称だけでなく、個人の名前で相場を張ることが減り、証券会社の名物株式部長が名を馳せるといふようなこともなくなった。株屋から株式会社への脱皮は、人間の顔から会社の顔への転換でもあった。近年はまた、金融・証券ビッグバンにより証券業者が再度登録制になり、新規開業しやすくなったと同時に、電子的取引が急速に普遍化したため、個人の経営者の名前が大きく出るような経営も可能になった。現在の証券会社で、上場会社として、戦前期以来の個人名に由来する名称を保っているのは野村証券（野村徳七）、高木証券（高木又次郎）ぐらいのものであろう。

証券業務のもっともシンプルな構成は業務別免許時代の四業務である。現在はこれが「この市場で、どういう商品で、どういう取引方法で」行われるかによって、やたらに入り組んだ条文で規定されている。戦後六〇年のもっとも大きい変化は金融機関あるいは異業種による証券業務参入である。証券取引法第六五条は変わらず生きているが、金融機関の証券業務を原則禁止しているが、原則に触れない（触れさせない）部分では公共債の窓口販売、デューリング、証券子会社の全業務容認、投資信託の窓口販売、そして株式取引注文の取次ぎにまで至った。高度経済成長とともに拡大した市場が利益を生むビジネスを擁しているとみた銀行が、衰退傾向にある伝統的預貸業務から証券業務に軸足を移そうとした過程が如実に示されている。市場の量的拡大が質的進化につながれば、誰が仲介業務を担っても良いという考えがど

うやら多数派になったようだ。しかし量的拡大が質の後退のみをもたらすならば悲惨なことになる。そうさせないための防御法は、市場参加者・関係者全体が、市場の質に対する鋭敏な感性を養うことに尽きる。「市場＝証券業者」の図式で証券業者を叩くとすれば、そこに金融機関も含まれるようになったことを明確に認識しておきたい。

筆者は戦後六〇年の一番の収穫は「市場」という言葉の理解が深まったことだと考えている。戦後の出発点では、時には路上の集団取引が「市場」であった。時間をかけて発行市場と流通市場の有機的なつながりが明確になり、資金調達が最優先で証券の発行者に大きく偏った重心が、ようやく資金運用に焦点を置き投資家・保有者の投資決定を問題とするようになった。現在、「市場の判断」といえば、発行市場では発行者・売り手に互角に対峙する買い手の、流通市場では売り手・

買い手の、判断である。市場提供者や市場取引仲介者というときの「市場」は固定的な施設、あるいは電子的手段など何らかの方法で維持される「場」である。市場への参加者は、自らの判断で参加が、市場を形成し、成熟させることを強く意識して行動して欲しいと思う。

(参考資料)

『日本証券取引所統計月報』

『東京証券取引所一〇年史』

『東京証券取引所五〇年史』

(こばやし かずこ・当研究所理事・主任研究員)