

日本証券市場の構造と巨大証券会社経営

伊藤正直（東京大学）

GHQによる取引所3原則によって、戦後再スタートした日本の証券市場が、どのような特質を持ち、また、そのなかでどのような証券会社経営が営まれてきたのか、そこにどのような問題があったのかについては、小林和子『日本証券史論』（日本経済評論社、2012）がいみじくも指摘するように、長く「金融史に比べて、未開拓の分野」であった。戦後日本の企業金融が、いわゆる「間接金融優位」が続いたことに加え、行政サイドにおいても、経営サイドにおいても、市場サイドにおいても、この領域に関わる資料が、体系的には、ほとんど保存されてこなかったことも、その一因であった。

筆者は、今回の共通の報告者である小林襄治氏とともに、『山一証券100年史』、『東京証券取引所50年史』の編纂に携わってきた。そこで、今回の報告では、これらの社史、機関史の編纂によってえられた知見をベースに、日本証券市場の歴史的特質と、そのなかでの証券会社経営の特徴について、戦前・戦後の日本証券市場において中心的アクターのひとりであった山一証券を素材に、若干の検討を加えることとしたい。

その際、検討の時期区分を、①清算取引、先物取引中心で、大銀行の下請取引の多かった戦前期、②取引所3原則によって再スタートした戦後改革期、③株式ブームのもとで、大量推奨販売と運用預かり、投資信託によって営業を急拡大させた高度成長期、④減速成長への移行にもかかわらず、「国際化」、「債券化」、「機関化」によって証券市場拡大が継続した1970年代、⑤法人営業とエクイティ・ファイナンスに狂奔したバブル期およびバブル崩壊期、という5期とする。

よく知られているように、戦前のトップ証券会社であった山一は、1965年に最初の破綻を迎える。「証券不況」とも呼ばれたこの経営危機に際して、日本政府は、too big to failとして、日銀による特別融資を実施し、同社を破綻から救済する。同社は、新旧勘定分離による再建計画を立案し、特融の18年返済案を策定するが、いざなぎ景気のなかで、経営が急速に好転し、救済融資はわずか4年で完済される。この後の時期については、小林報告で検討されるようなので、本報告では、①から③の時期を中心に、報告を行うこととしたい。

なお、もし時間が与えられるようであれば、1997年の同社破綻後、東京大学経済学図書館が2次にわたって受入れた山一証券の経営資料の概要についても話したいと考えている。