

## 戦後日本の株価形成要因について(上)

バブル崩壊まで

二上季代司

Kiyoshi Nikami

(公益財団法人)日本証券経済研究所 /

主席研究員

滋賀大学 / 名誉教授

## I はじめに

戦後、証券取引所が再開(1949年)されてからバブル崩壊(1990年)までの約40年間、日本の株価は「右肩上がり」の傾向を示した。その後、株価は下落し現在に至るも最高値(日経平均株価、38,957円、1989年末)の約半値にとどまっている<sup>1)</sup>。本稿では、戦後から現在までのわが国企業の株価を規定した要因、とりわけ市場参加者の属性とその投資行動について検討する。

現代の代表的な株価論としては「Capital Asset Pricing Model, CAPM(資本資産価格モデル)」があるが、これは「Efficient Market Hypothesis. (効率的市場仮説)」に立脚している。効率的な市場とは、①情報開示が徹底し、②取引コストができるだけ低く、③市場参加者が合理的に行動するような市場をいう。CAPMはそうした「情報」「取引」「主体の行動」の3条件が効率的である市場で成立する株価論である。

ところで合理的な投資行動をとる投資家とは最小のリスクで最大のリターンを得ることを目標とする投資家をいう。しかし、そうした投資家は「機関投資家」をおいて考えられないが、機関投資家が株式市場で支配的な売買主体となるのは日本ではバブル崩壊後、アメリカでも1970年代以降である。CAPMが有力な学説として台頭するのもこれ以降にすぎない。

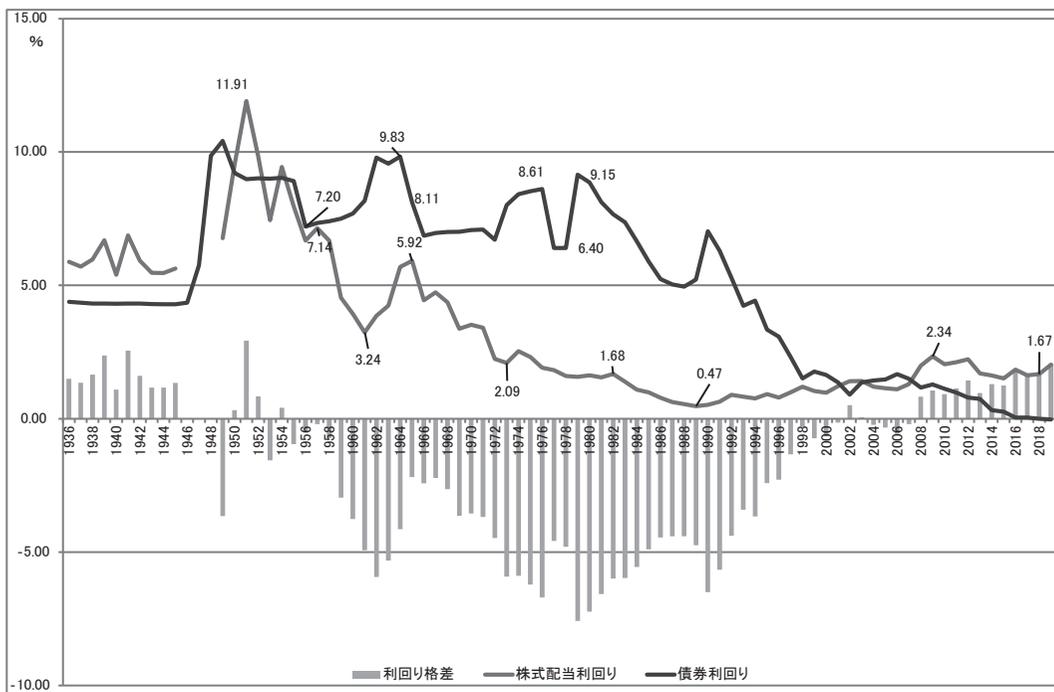
戦後から今日まで、日本株の保有比率および売買シェアの両面から見て投資主体の主役は交代してきたが、交代の都度、株価形成に大きな変化が起こっている。以下では、①1950年代後半から1965年まで、②1970年代、③1980年代、④1990年代以降の4つの時期に区分する。その際、本稿

<sup>1)</sup> この間、日経平均株価は安値7,054円(2009年3月10日)、高値24,245円(2018年10月1日)の間を推移し、2020年4月13日現在19,043円である。

では「配当利回り」に注目する。配当利回りは投資尺度の一つであり、投資判断の基準である。各時期につき主役となる投資主体は誰であり、どのような投資行動をとり、その結果、どのように株価が形成されてきたのか、検討する。なお、紙幅の都合上、本稿ではバブル崩壊(1990年)までを取り上げ、以後の経過については続編(下)にゆだねる。

## Ⅱ 配当利回りから見た株価

図表1は、「配当利回り」の推移を「債券利回り」と比較してみたものである。戦前は配当利回りのほうが債券利回りより高かった。株式配当は減配や無配になりうるので債券利回りよりもリスクが高く、その分、配当利回りは長期債利回りより高いのが当然だった。



図表1 日本の配当利回りと債券利回り

(注) 配当利回りは東証1部有配会社、1946～48年の配当利回りは不明。債券利回りは社債(～1955年)、1956年以降は東証上場債券長期債利回り(61年までは政府保証債、65年までは利付電債債券、99年までは10年国債)、2000年以降は10年国債新発債流通利回り(年末ベース)。

(出所) 1958年までは川合一郎『株式価格形成の理論』日本評論社、1960、p.260。1959年以降は、東証『証券統計年報』、日本銀行『金融経済統計月報』などより作成。

ところが1950年代後半にこの関係が逆転し、それが定着した。日本だけではなく米英独仏など主要先進諸国も、この時期に配当利回りが債券利回りを下回るようになったので、この現象を「Yield Revolution. (利回り革命)」と呼んだ<sup>2)</sup>。ところが2000年前後から、この利回り関係は再び逆転し、現在では配当利回りが債券利回りを上回るようになった<sup>3)</sup>。

また、利回り革命が始まった1950年代後半から2000年までを見ても、一様ではない。(債券利回り-配当利回り)の格差を見ると、①1950年代後半からの10年間は、株式も債券も利回りが上下、逆にシフトすることで格差が拡大、後半に縮小しているが、②その後、1980年前後までは配当利回りが低下することで格差が拡大、③80年代はともに利回りが低下するものの債券利回りの低下が大きいために格差が縮小していることがわかる。さらに、④1990年以降、配当利回りは徐々に上昇、逆に債券利回りは低下して、2000年には交叉し、以降、逆利回り革命が発生したことがわかる。

なお、配当利回りは株価と配当との関係であり、その形状を検討する場合には、配当政策についても考慮する必要がある。次節以降、各時期につき投資家別の株式保有比率、売買シェア、買い(売り)越しの変化等を踏まえ、当該時期においてどの投資主体が株価に影響を与えたか、検討してみる。

### III 第1次高度成長期

利回り革命は1950年代半ばから現出し、債券利回りとの格差は急速に拡大して1961年にピークを迎え1965年ごろに最も小さくなった。この時期

は神武景気(55～57年)、岩戸景気(58～61年)、オリンピック景気(63～64年)に象徴されるように年率平均10%程度の経済成長を記録した。経済成長は民間設備投資によって主導されたので企業の資金調達は極めて旺盛であり、資金需給がひっ迫して債券利回りは7-10%水準で高止まりした。さらに特徴的なことは増資の9割が「株主割当額面発行」であったことである。これらが株価に大きな影響を与えた。

まず、この間の株式売買の主役を見ると、個人、投資信託、証券会社の3者であった。投資部門別の株式売買シェアの詳細が公表されるのは1975年以降であるが、『東証統計年報』および『証券投資信託年報』によると、統計が公表された1958年から1965年まで、全国証券取引所売買高の主体別シェアは、証券会社の自己売買部門が44-50%を占め、これを除く委託売買(50-56%)では投資信託が5-10%、残余が40-48%であった。

このうち市場を通じた法人買い(投信除く金融機関と事業法人)は、1950～51年、55～56年に集中している。戦後の財閥解体後、財閥保有株が強制的に売却され、多数の個人株主が生まれた(1949年末の個人の持株比率、69%)。ところが、「ドッジデフレ(1949年)」で株価が暴落、個人が株式を手放し、買い占め事件が多発、企業支配権が流動化した。

そこで支配権防衛のため事業法人や金融機関が互いに持ち合う形で買い支え、両者あわせて保有比率は1950～51年の2年間で11.3%上昇し、51年度末26.8%になった<sup>4)</sup>。これが戦後を特徴づける「法人間の株式相互持合い」の始まりと言われている。この時、配当利回りは債券利回りよりも高く、債券投資よりも採算のとれる株価水準であった。

2) 利回り革命については川合一郎『株式価格形成の理論』日本評論社、1960年、p.260。

3) このいわば「逆」利回り革命現象は日本だけではなく、米国でもリーマンショック後からその兆候が見える。逆利回り革命については二上・代田共編著『証券市場論』有斐閣、2011年、p.67。

4) 株式保有比率については、全国証券取引所協議会『株式分布状況調査』各年版による。

5) 有償増資額は、山一證券他『わが国企業の資金調達』商事法務研究会、1977年、p.7。発行株式数は全国証券取引所協議会『株式分布状況調査』各年版による。

続く55～56年は金融緩和で利回りは急速に低下、金融機関・事業法人の合計保有比率は2年間で8%上昇、56年度末36.8%となった。これ以降、64年度末まで合計保有比率の上昇は3.2%にとどまる。つまり、配当利回りが債券利回りを下回る「利回り革命」は57～58年ごろから始まるが、以後の法人保有比率はほぼ横ばいである。言い換えればその時期に現出した株価上昇の規定要因は「法人買い」ではなかったと考えられる。

### (1) 株主割当額面増資と株価形成

以上から、この時期の市場での株式売買の主体は、個人、証券会社、投信の3者だと考えてよいと思われる。では、具体的にどのような因果関係で、利回り革命を引き起こす株価上昇と1961年をピークにその後の下落がもたらされたのか。

まず、委託売買の大部分を占める個人投資家にとって、当時の株価の最大材料は「増資」であった。取引所再開(1949年)から高度成長が始まる1955年までの有償増資額は、累計4,620億円(年平均660億円)だが、続く56～64年は34,261億円(同3,807億円)となり、この94%は株主割当であり<sup>5)</sup>、割当価格はほとんど額面(50円)であった。つまり、増資が期待できる企業の株式を買っておけば、時価より安い額面で新株が購入でき、1株当たりの「買いコスト」は下がって、配当据え置きの場合実質配当利回りが上昇するのである。

例えば、個人にとって利回り基準となる定期預金利子が5%、1株あたり配当を5円と仮定すれば、理論株価は100円である(5円÷5%)。この時に、倍額増資があり、配当据え置きであれば、実質配当利回りは「(5円×2株) ÷ (100円+50円)」= 6.6%となる。

ちなみに発行株数は55年度末111億株から64年度末818億株へ約7.4倍となっている。このうち「無償交付」の割合は極めて小さいので、全社一律に「株主額面割当」で倍額増資をしたと仮定すれば、その回数はこの9年間で約2.5回となる。個別にみればもっと増資頻度の高い上場会社もあっただろう。

先の例で2年ごとに2回の倍額増資が期待できると仮定すると、増資の都度、得られるプレミアムは2年目に50円(100円-50円)、4年目に100円(50円×2株)となるので、その現在価値を合算すると、227.5円(=100円+50円÷1.05<sup>2</sup>+100円÷1.05<sup>4</sup>)となる。この結果、現在の配当で計算すると配当利回りは2.2%(5円÷227.5円)の水準にとどまる。しかし、株価形成は、このような「静態的」なものではなかった。

### (2) 推奨販売の役割

当時の株式取引は大手証券会社による営業政策(「推奨販売」)によって推進された。大手証券は、成長(したがって増資)が期待される企業を発掘し、その株式をディーラー部門や投信運用部門<sup>6)</sup>で買い集め、在庫が蓄積されると一斉に支店営業網を通じて顧客に推奨、売り込んだ。増資期待が現実化するにつれ株価は上がり、顧客から利食い売りも部分的に出てくる。これをさらにディーラー部門や投信運用部門が引き取り、別の顧客に売っていく。

増資のテンポが速いと新株の払込資金に配当だけでは足りないため<sup>7)</sup>、個人の場合は預金等を取り崩すか、あるいは権利付きの親株の一部を処分せねばならない。これを引き取って別の個人顧客に売り込むことは、結果として個人株主層(すなわち企業の資金調達源泉)を拡大することにつな

6) 投信運用業務は1960年まで、証券会社の兼営であった。以後、運用業務は分離されて「投信委託会社」として発足するが、運営方針は親会社に従属したままであった。

7) 1964年までは、1955年を除いて有償増資額が配当支払い額を常に上回っており(「東証統計年報」)、増資払い込みのためには受取配当金だけでは不足していた。これが逆転するのは1965年以降である。

がる。これが当時の「推奨販売」の社会的意義だった。

さらに、証券会社にとって顧客や投信運用部門からの売買発注が多くなれば手数料の増収につながる。「在庫」を反映する証券会社の保有株式比率はこの間、2.2% (63年度末) ~7.9% (55年度末) にすぎないが、先述のように売買シェアはディーラー部門が50%弱なので売買回転率は極めて高かった。当時の大手証券は大量の注文を「バイカイ」によって執行処理したからである。

「バイカイ」とはあらかじめ、社内で注文を付合わせ、立会い終了後に取引所に届け出て注文執行するもので、顧客同士(投信と個人など)の注文対当を「付合わせバイカイ」、ディーラー部門が一方の注文相手となるのを「仕切りバイカイ」という。こうしたバイカイを多用することで、大量の注文を迅速かつ機動的に執行したのであった。

### (3) 過大増資と株価の下落

1961年に配当利回りは最低水準(3.24%)に達したが、その後、反転する。株価は65年まで下落し、配当利回りは5.92%まで上昇した。株価は、額面を上回っている限り、下落しても額面増資を抑制する効果は薄い。高度成長をけん引した民間設備投資は1960年ごろには過剰となって利益率が低下し始めていたが、60年代後半には資本自由化が迫っており、国際競争力強化のための設備投資は続いた。その資金調達に大量の額面増資が利用されたため、1株当たり利益は減少して増資後の配当支払い余力は弱化した。その結果、株価は下落傾向を強めたのである。そして、「推奨販売」によって増資新株の消化促進に寄与してきた大手証券は、株式在庫を膨らませていった。

株価の下落は、投信の運用成績を悪化させて解約の引き金となり、組入れ株式の解約売りを招き、あわせて個人顧客からの戻り売りを増やした。これを大手証券が引き取ったため、証券会社の保有割合は63年度末の2.2%からわずか1年後の64年度末には4.5%に上昇した。

大手証券は評価損が膨らんだ株式在庫の資金繰りを「割引金融債の運用預かり」に依拠したため金利コストが高止まりすることに加え、運用預かりの解約が引き金となって山一証券は破綻し、「証券恐慌」を迎えることになった<sup>8)</sup>。

## IV 法人間の相互持合いと時価発行

証券恐慌は山一証券への日銀特融で終息した。その後、日本経済は輸出主導型で再び年率平均10%程度の高度成長に移り(いざなぎ景気、65~70年)、株価は反転上昇する。ニクソンショック(71年夏)で一時的に大きく反落するが、田中内閣の「日本列島改造論」(72年)にあおられた金融緩和で「過剰流動性相場」と呼ばれる株価上昇がおき、73年初頭からの金融引締めと秋の第1次石油ショックで株価が反落するまで、配当利回りは低下してゆき73年には2.09%となった。

この低下は、①株価上昇のみならず、②配当政策の両面から説明する必要がある。まず、この間の株価上昇をけん引した投資主体は誰だったのか。売買高シェアおよび保有株比率から推測してみよう。

### (1) 投資主体別売買状況と持株比率

証券恐慌後の10年間(65~74年)の全国証券取引所売買高の主体別シェアは、証券会社のディーラー部門が50%(64年)から低下して20%

<sup>8)</sup>「運用預かり」とは顧客に販売した割引金融債を「品借料」を払って預かり、これをコール取入れの担保に使う消費貸借取引の一つである。預け先証券会社の経営不安から運用預かりの解約を請求されると、証券会社は担保回収のためにコールを返済しなければならず、資金繰りがさらに窮迫する。

(73年)とボトムを打ち、以後25%前後で推移する。投信も同じく10%から低下して1.6%(72年)のボトムを打っている。

次に1965~74年度末の10年間の株式分布状況の変化を見ると、①証券会社と投信の合計は11.4%→2.9%=8.5%の低下、②個人は44.8%→33.4%=11.4%の低下、他方③金融機関(投信除く-以下同じ)10.5%の上昇、④事業法人8.7%の上昇となっている。さらに詳しく見ると、この保有割合の変化は66~68年および72~73年に集中している。

66~68年の3年間では、証券会社と投信の保有比率が計7.6%、個人が2.9%の低下で、証券会社等の低下度合いはこの期間に集中している。他方、金融機関6.9%、事業法人3.0%の上昇である。証券恐慌の直前に二つの株式買上げ機関(日本共同証券と日本証券保有組合——保有主体としては「証券会社」に分類)が設立され、証券会社と投信の保有株式を肩代わりした。これが65年秋からの株価上昇期に売却され、金融機関と事業法人が買い取った。

その背景事情としては、国際公約となった「資本自由化」への対策があげられる。外国資本からの経営権防衛を理由として法人間の株式持ち合いが強化されたのである。この期間に、配当利回りは5.92%(65年)→4.36%(68年)へ低下した。

次に72~73年では個人が4.5%の減少、事業法人3.9%の上昇となり、証券会社と投信の保有比率に変化なく、金融機関も1.3%の上昇にとどまる。配当利回りは3.41%(71年)→2.09%(73年)へと低下し、債券利回りとの格差は-5.92%(1973年)になった。この期間の特徴は、株価急騰とともに個人持株の絶対額が減少したこと(70~72年度

末の2年間で27.7億株の減)、他方で事業法人による保有株数増加(88.7億株の増)と時価発行増資の急増が並行したことである。この2年間の増資額は合計20,296億円に上り、株主割当は31.9%に低下、公募増資は61.7%を占めた。すなわち年間1兆円の資金調達が行われながら、出し手であるはずの個人は株式市場から撤退、逆に取り手側の企業が相互に株式を買い増したのである。

つまり、この時期に株価に影響を与えた主体は、金融機関、事業法人だったと思われる。それほどのような因果関係によってであろうか。

## (2)二種類の「支配証券」

この時期の金融機関・事業法人による株式取得が「配当目的」でないことは明白である。1950年代前半の法人買いのケースとは異なって、配当利回りは債券利回りを大幅に下回っているからである。一般に法人による株式投資は「政策投資」と呼ばれるが、それは投資対象の相手企業に働きかけて営業強化を迫る目的を持っていること、すなわち株式の持つ「支配証券」的属性(経営権・支配権)に着目した表現である。

1960年代後半以降の経済成長は「輸出主導型」と呼ばれ、スケールメリットを狙った合併(新日鉄設立等)や系列化などの産業再編成が進行し、それに合わせて融資機会の拡大を狙った銀行を中心とする企業集団の結束強化が進んだ。他方では、外国資本からの経営権防衛のための法人間の持ち合いも進んだ。これらはどちらも株式の持つ「支配権」に着目した買いであるが、その採算点は異なることに注意しなければならない。

営業強化が目的であれば、営業強化による「超過収益」を「資本コスト」で割引いた1株当たりの現在価値が損益分岐点になる(それを上回る株価

ではコスト割れになる)。もっとも、「超過収益」や「資本コスト」は企業の置かれた事業環境によって期待値が異なり、配当利回りのような客観的な尺度ではないから「買いの上限価格」は恣意的になる。

他方、経営権防衛目的の場合はそれ以上に恣意的となる。相互持合いによる経営権防衛は、互いに相手企業の株主総会で現経営陣による議案（とりわけ取締役候補案）に白紙委任で賛成することで行われる。信頼できる相手企業が自社の株をどれだけ保有してくれるのかが防衛ラインを決するのであり、それを強要するために相手企業の株を取得する。しかも、その購入資金は経営者個人の財産ではなく会社資産である。そこには「買いの上限価格」などはなく、買いを制約するものは会社の純財産額、余裕資金だけである。

しかも多くの上場企業は1950年代前半に持合いを始めて以来、盛んとなる「株主割当額面増資」の都度、持株比率を維持するために互いに増資割当に応じてきた結果、簿価は額面の50円近くにとどまっている。当時の会計原則では、時価との差額が「含み益」となり、持合い先企業の株式購入に必要な資金には余裕があったはずである。こうして、「営業強化」と「経営権防衛」の異なる二重の支配権目的の法人買いが並行し、株価を押し上げていった。

### (3) 「高株価経営」と法人買い

株価が上昇するにつれ配当利回りが債券利回りを下回り続けたもう一つの要因は、多くの企業で配当を「5円」に据え置いたためである。戦後の株式所有の法人化は「金融機関」主導で始まっている。金融機関にとって預金を融資に回さず株式に振り向けられる最低ラインの採算基準は10%だったと考えられる。その後、続く第1次高度成長時

代では、「株主割当額面増資」に際し、額面1割配当さえ維持してくれば、割当に応じる金融機関は持株比率を保ちながら10%の採算基準を確保できたのである。

問題は、1960年代後半以降、増資形態が「公募時価発行」へと移行しても「額面1割配当」を続けた理由である。公募増資が行われると、既存株主は持株比率を維持するために時価で買い増す必要がある。その結果、実質配当利回りは低下する。にもかかわらず1990年代に入るまで、多くの企業で額面1割相当の5円配当に据え置かれた。それはなぜか。

奥村宏<sup>9)</sup>によると、経営権の防衛は相互持合いの関係にある経営陣の「相互信任」に基づく、という。つまり、長期に自社株を保持してくれること、相手企業が自社の株主総会議案に賛成票を投じてくれること、相手企業からそのような信任を得るために、自社も相手企業の株を長期で持ち、相手の株主総会で賛成票を投じるのである。したがって、配当政策に関しても、同業他社より低い配当であれば相手側から信任されないが、配当は互いに支払い、受取る関係にあるのだから同業他社より高い配当である必要もない。このような横並びの結果、おのずと従来通りの「5円」配当が維持、継続されていったという。金融機関にとって、公募時価増資の定着は保有株の簿価を上昇させて利回り採算を低下させるが、金融機関も経営権防衛の観点から安定株主対策を進める必要があったのである<sup>10)</sup>。

ところで、配当支払い額を「資金コスト」と観念して公募時価増資を行うと、額面1割配当の配当政策を維持した場合、株価が高いほど「低い資金コスト」での調達手段となる。しかも、株式相互持

9) 奥村宏『株価はこうして決まる』ダイヤモンド社、1979年、p.44.

10) したがって、株式を発行しない「相互会社」の生命保険会社は時価発行に反対してきた。しかし、生保も保険・年金の団体契約を獲得するため（つまり「営業強化」）の政策投資は続けてきたのである。

合いの強化を通じて1968年には金融機関・事業法人合わせて持ち株比率は50%を超えて「浮動株」比率は半分を切った。この結果、株式需給を逼迫させ、株価を高めに維持して時価発行増資を行えば、安いコストの資金を調達することが可能になる。その典型例が三光汽船の「高株価経営」である。

三光汽船は、1971～74年にかけて、4回の「第三者割当増資」を行い、計912億円を調達した。その際の発行株価は460円、660円、690円、880円と尻上がりに高くなっている<sup>11)</sup>。通常これだけの増資を行えば、浮動株が増えて株価を崩す恐れがあるが、増資新株は取引関係にある安定株主（銀行、造船会社等）に第三者割当で消化させたため株価を崩す恐れがなかった。第三者割当増資の金額はこの4年間で1,900億円弱であり、そのほぼ半分を三光汽船が占めた計算になるが、他社も公募時価発行の形で同様のことを行ったのである。

というのは、多くの企業は公募時価発行に際して「親引け」を利用したからである。「親引け」とは、発行会社が引受証券会社に対し、増資新株の募集先を指定することを指す。「親引け」は市場を通さない行為であって、株価形成・流動性を損なうことから行政当局（大蔵省）は、引受証券会社に対し50%以内に抑えるよう指導した<sup>12)</sup>（1972年末）。換言すれば、この指導以前、親引け率は50%を超えており、第三者割当増資と変わらなかったのである。

もっとも、いくら市場を通さない増資とはいえ株価上昇の環境下では安定株主以外の浮動株主による売却は避けられない。事実、個人の持株は絶対数として減少している（先述）。そこで、売りに出された浮動株は安定株主に引き取ってもらおう努力

をすることになる。つまり、①営業強化、②経営権確保の目的に加えて、③高株価経営のための株主法人化が、この時期に進展した。そして、この法人間の株式持ち合い強化を仲介したのが「幹事証券会社」である。

#### （4）時価発行時代の「幹事証券」

「幹事証券」とは、証券発行に際して発行会社と元引受契約を締結する業者を指す。発行会社と証券会社の「幹事」関係は、1950年代中ごろに成立した。幹事関係の成立は、戦前からの歴史的な経緯もあるが、個人投資家への販売力が決定因となった。その理由は、財閥解体に伴って財閥保有株式の売出先、企業再建整備増資の募集先を大衆投資家に求めざるを得なかったからである<sup>13)</sup>。その後、高度成長期の活発な増資による資金調達が必要になると、個人投資家の新規開拓と証券販売能力は一層重要となった。この結果、戦後初期にすでに全国主要都市に支店営業網を有した大手4社（野村、山一、日興、大和）が幹事証券の地位を独占する。

ところで、時価発行が増資形態の中心になると、幹事証券に新たな役割が加わる。幹事証券が幹事会社<sup>14)</sup>先に提供するサービスは、証券の引受け・募集のみならず財務に関するあらゆる助言、提案を含む。先述のように、1965年以降、法人による株式取得が急速に進展したが、その目的は、①営業強化、②経営権防衛、③時価発行増資の環境整備にある。このうち②と③に関する幹事会社の関心事は、信頼のおける安定株主に自社株が長期に保有されること、同業他社に比較して自社の株価が大きく下がらないことである。

時価発行では、時価より若干のディスカウントで新株が発行されるが、額面増資の場合とは違っ

11) 『株価総覧』東洋経済新報社、各年版。

12) 詳しくは日本証券経済研究所編『日本証券史資料 昭和統編』2巻、解題を参照。

13) 詳しくは拙著『日本の証券会社経営』東洋経済新報社、1990年、3章。

14) 幹事証券会社から見て顧客の発行会社は「幹事会社」と呼ばれる。

て株価下落による評価損の恐れは強まる。評価損が出れば、持株比率を維持するため増資新株を引受けた(あるいは市場で買い増してくれた)安定株主の信任が損なわれる。経営権の防衛は、株式を持ち合う企業間の相互信任の上に成り立っていることを考えれば、同業他社比較で自社の株価だけ下落することは避けねばならない。つまり時価発行時代の経営者は、額面増資の時代と違って同業他社比較での株価に一層センシティブになる。

したがって、幹事証券の役割は幹事会社の株価に常に注意し、株価下落の懸念を取り除き、できれば上げる方向へ努力することになる。具体的には、常日頃、幹事会社と協力して新たな安定株主を開拓する。幹事会社の株が売却され、値を崩しそうなときは安定株主に購入を依頼し、ディーラー部門等が一時的な受け皿となる。さらに、幹事会社が時価発行を希望する場合には、株価が上昇するように「参考銘柄」のリストに載せて自社の営業部店に買いを推奨する。増資は発行株数が増えるので株価が下落するはずだが、法人持株が過半を占める現状でディーラー部門や顧客への買い推奨をすれば、株価は維持され、一時的には上昇させることも可能である。

## (5) 「推奨販売」政策の変質

それとともに、「推奨販売」も変質してくる。かつては、ディーラー部門や投信運用部門(投信分離以後は傘下投信委託会社)が大量の在庫を抱えて個人顧客を開拓しつつ販売していった。このため両社合わせての株式保有比率は12-3%を占めた。ところが、法人持株比率が高まり、浮動株割合が低下すると、大量の販売用在庫を集めにくくなる。また証券恐慌後の開業規制(免許制への移行)と財務・行為規制により、在庫保有に枠がは

められたこともあり、証券・投信の合計保有比率は2-4%程度に低下した(先述)。

また別の面からも、かつての「推奨販売」は続けられなくなった。額面割当増資の時代には、高い株価で購入しても長期保有の間に増資があり、買いコストが下がって実質利回りの向上が期待できた。しかし、時価発行の場合には長期保有してもそのような期待は生まれない。しかし、株式需給は引締まっているので、株価は変動しやすく、投機利益の機会も多い。事実、先述のように時価発行盛行の71~72年にかけて個人は持株を絶対的にも減少させている。しかし、投機売買を反映する「信用取引比率」は低下しておらず、むしろ高位水準にある<sup>15)</sup>。つまり個人投資家の間で配当目的の長期保有顧客は減少し投機目的の顧客の割合が増えたのである。

したがって「推奨銘柄」は短期的に値上がりしそうな銘柄を推奨する方向に変わることになる。幹事証券は、幹事会社の内情とりわけ増資などの株価変動要因となる情報にいち早く接する立場にあり、幹事証券の銘柄推奨は投機筋には常に注目される。幹事証券の座を獲得できれば、公募の際の幹事手数料・引受手数料、安定株主工作関係の売買注文や投機的な注文による売買手数料が増えるというメリットがある。幹事関係の維持強化、新規の幹事会社獲得のため、株価関与と能力を誇示するための株式出来高競争が展開されることになる。

1973年秋の石油ショックを契機にわが国はスタグフレーションに陥り、翌74年は戦後初のマイナス成長を記録し、ここに戦後の高度成長は終わりを告げる。日経平均株価は73年3月高値5,226円を付けた後、低迷、下落していき、74年10月

15) 「信用取引比率」は売買高に占める信用取引の比率。これを利用するのは個人顧客が多い。1960代前半は17.7%(60年)~25.5%(64年)、後半は26.7%(66年)~35.1%(68年)、1970年代前半は、26.8%(72年)~35.2%(74年)となっている。

3,594円のボトムを打って、70年代前半の過剰流動性相場は終わり、株価下落とともに株式売買高および増資は急減した。

## V バブルと株価

第1次石油ショック後の構造的不況から脱するため、1975年に入ると大量国債発行に依存した積極的財政スポンディング政策ならびに金融緩和策が始まる。その後、景気は調整局面を経て78年に回復過程に入ったが、秋に「イラン革命」が勃発し第2次石油ショックが発生する。原油価格高騰と79年以降の金融引き締めにより、日本経済は再び調整局面を迎える。長期の景気後退を経て回復に転じるのは83年に入ってからである。

株価は82年9月にボトムを打ち、秋から売買高を伴って上昇し、80年代後半の「バブル」へとつながっていく。この時期の株価を牽引した投資主体は誰であったのか。81年以降、証券取引所は詳しい投資家別売買状況を公表するようになった<sup>16)</sup>ため、これを利用して、株価を規定した投資主体を特定し、どのような因果関係を経てバブル的な株価が形成されたのか、検討する。

### (1) 投資主体別売買状況と持株比率

株価がピークをつけた1989年度末の上場会社時価総額（投資家保有残高から見た金額）は約496兆9,144億円である。これを1974年度末43兆7,155億円と比較すると453兆1,978億円増加している。この増加は、①取引所市場内での株式売買を通じた資金流入（買い越し）と②取引所市場外での株式売買を通じた資金流入、および③増資と新規上場、④評価益の4つから構成される。投資主体別に公表されているのは、このうち①だけである。他方、投資主体別に保有残高の時系列的な変化は確認できる。そこで、これらの数値から、この間の株価上昇を牽引した投資主体は誰であり、それを牽引した要因は何かを推測してみよう。

まず全体の保有残高の推移と、その要因の概要をみると図表2のようになる。1974年度末の上場会社数は1706社、投資家が保有する株式残高は約43.7兆円であったが<sup>17)</sup>、その後、89年度末には2,030社、保有金額は496.9兆円に増加している。このうち80年代後半の膨らみ方が顕著である。また、保有金額の増加要因としては、増資や新規上場のほか、株価上昇による評価益が極めて大きかったと思われる。

図表2 投資家保有株式残高(金額)の増加とその内訳

(単位：億円)

	上場会社 増加数(社)	保有残高増加	増資額	評価益、 新規上場等
1975-79	17	278,509	44,625	233,884
1980-84	83	1,116,365	61,727	1,054,638
1985-89	224	3,137,104	183,756	2,953,348

注1)「上場会社数」、「保有金額」は決算年度末の5年間比較(1975-79は1975年3月末と79年3月末の比較、以下同じ)。

2) 増資額は暦年で累計。転換社債、新株引受権付社の権利行使による増資を含む

3) 「評価益、新規上場」等は保有金額の増分から増資額を除いた金額  
(出所) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」、東証「統計年報」より作成。

16) 東証は他の証券取引所に比べてやや早く、1975年から公表している。

17) 3月期決算が多いため、1974年度末は1975年3月末時点の社数および時価総額に近い。

図表3 投資部門別の保有シェア

(単位：億円)

		証券会社	個人	外国人	投信	事業法人	都・地銀 (信託含む)	生・損保
1980年	保有残高	13,156	240,594	50,274	16,778	225,740	154,447	138,808
	保有シェア	1.5%	27.9%	5.8%	1.9%	26.2%	18.0%	16.1%
85年度	保有残高	43,770	525,398	165,448	39,453	679,438	454,184	388,820
	保有シェア	1.9%	22.3%	7.0%	1.7%	28.8%	20.3%	16.8%
89年度	保有残高	100,646	1,018,057	208,102	182,926	1,466,792	1,104,830	780,548
	保有シェア	2.0%	20.5%	4.2%	3.7%	29.5%	22.2%	15.7%

(出所) 図表2に同じ。

図表4 投資部門別売買シェア(3市場上場銘柄)

年	証券会社	個人	外国人	投資信託	事業法人	長・都・地銀 (信託含む)	生・損保
1981年	29.2%	41.3%	10.2%	4.1%	7.5%	2.7%	0.7%
1982年	29.6%	40.7%	10.9%	3.8%	6.5%	2.8%	1.1%
1983年	23.9%	43.7%	13.9%	3.7%	7.0%	2.8%	0.9%
1984年	21.2%	42.8%	14.1%	4.2%	8.7%	4.5%	0.8%
1985年	24.2%	36.9%	12.5%	4.3%	8.7%	8.1%	0.9%
買(売) 越し (億円)	-3,928	-26,155	-17,733	6,463	-665	36,278	9,326
1986年	26.3%	29.2%	10.9%	4.7%	10.9%	12.7%	1.0%
1987年	25.2%	26.0%	10.0%	5.1%	11.5%	16.8%	1.0%
1988年	26.5%	23.7%	7.4%	5.9%	12.4%	18.9%	1.1%
1989年	23.3%	23.3%	8.7%	7.9%	11.4%	20.2%	1.0%
買(売) 越し (億円)	-69,611	-90,974	-125,874	64,090	18,170	194,281	22,747

(注1) 3市場(東京・大阪・名古屋)の会員証券会社(資本金30億円以上)の報告分。全体の売買金額の9割強に相当する。

(2) 売買シェアは「売り」「買い」合計に占める割合。

(3) 「証券会社」の数値は、『統計年報』の「自己売買」の数値を利用。

(出所) 東証『統計年報』より作成。

そこで、1981～89年までの9年間に付き、開示資料を使って投資家別保有残高・シェアの変化を80年代前半と後半に分けて見たのが図表3である。また図表4は同様に前半と後半に分けて、投資部門別の売買金額のシェア変化と買(売)越金額を見たものである。

これによると、80年代を通して個人、外国人、証券会社は一貫して売越しであるのに対し、金融機関と投信は買越しであること、後半になると、買(売)越金額がより大規模となり、事業法人も買越しに転じていることがわかる。また、この間、都銀・地銀・信託の買越金額が最大で後半には巨額の規模に達している。さらに売買金額も、金融機関、

図表5 金融機関別売買シェア(東証1部市場銘柄)

年	金融機関 小計	内訳		
		信託 (投信除く)	長・都・地銀	生・損保
1986年	15.1%	12.3%	0.8%	0.7%
1987年	18.7%	16.3%	0.7%	0.7%
1988年	19.9%	17.7%	0.4%	0.7%
1989年	21.0%	18.7%	0.6%	0.7%
買越額累計 (86-89年、億円)	130,578	99,113	11,146	19,115

(注1) 東証1部市場の会員証券会社(資本金30億円以上)の報告分。全体の売買金額の9割強に相当する。  
(出所) 東証「統計年報」より作成。

事業法人次いで投信のシェアが上昇する反面、これまで最大だった個人の売買シェアが低下傾向にある。

この結果、株式保有残高シェアは、1989年度末には生損保を含む金融機関と事業法人合わせて67.4%に上昇している。この時期の株高は金融機関ついで事業法人による買いによってもたらされたことが明らかである。この「法人買い」の目的は何か？

東証は、「1部市場銘柄」については、1986年以降につき金融機関をさらに細分化して内訳を開示している。そこで1986～89年について金融機関による「1部市場銘柄」の売買金額シェアと買(売)越しを見たものが図表5である。これによると、金融機関の売買シェアの拡大、買越金額の増加は「信託勘定」によるものであることがわかる。

## (2) 特金、ファントラによる株式投機

信託勘定を使った株式売買は1981年から始まり、85年から急増した。これには大蔵省の「規制緩和」が影響している。大蔵省は「法人税基本通達」を改正(80年末)、保有株式の「簿価分離」を

認めた<sup>18)</sup>。このため信託口<sup>19)</sup>を利用すれば、本体で保有する株式の含み益には影響せず、売買益狙いの株式投機ができるようになる。また84年9月には生損保にも特金による株式運用を認めた。大蔵省は、従来、保険会社の過大な募集競争を回避するため、株式売買益を配当支払いに充てることを禁じてきたが、特金による株式売買益に限りこれを解禁した。加えて保険会社の運用ガイドラインでは株式運用は保険料収入の30%までだったが、特金による株式運用分3%が追加された。大蔵省の目的がどこにあったのかは不明だが、結果として、持合い株の含み益を温存したまま、金融機関、事業法人の「信託口」を利用した株式投機が容易になったことは間違いない。

第2次石油ショックによる景気調整が終息し、景気回復よりやや早い82年9月を底に、株価は上昇しはじめた。この時期の世界的な景気回復は、アメリカの金融緩和政策によって牽引されたものであったが、その結果、アメリカは財政と貿易の「双子の赤字」を抱え、ドル相場は不安定になっていった。そこで85年に先進諸国間でドル高是正の

**18)** 同じ銘柄の株式を新たに購入して後日売却する場合、従来は簿価通算を行って平均取得原価を計算するため、「含み益」の一部が計上され課税される。しかし、「信託口」で購入し、後日売却した場合には本体保有の株式と簿価通算する必要がない、という会計処理をいう。

**19)** 信託銀行の商品として利用されたのは「特定金銭信託(いわゆる「特金」)」と「ファンド・トラスト(いわゆる「ファントラ」)」である。

ための協調利下げ等の政策協調が行われ（「プラザ合意」）、わが国は金融緩和策に踏み切った。これが株高をさらに押し上げていった。

やがて、株高を利用した公募時価発行が増加、86～89年の4年間で17.5兆円の増資が行われた。加えて新株発行を伴う転換社債、新株引受権付社債もこの4年間で44.2兆円発行されている。両者合わせて61.7兆円に上る「エクイティ・ファイナンス」の目的は、70年代後半と同様に株高を利用した資金コストの安い資金調達のためである。ファイナンスの結果、浮動株が増えて株価の下押し圧力は増すが、これを回避してできれば株価を上方向に維持するための株価安定策には、幹事証券の助力が大きな意味を持った。その手段として「特金」勘定が利用されたのである。

この期間中（86～89年）の株式需給を見ると、個人と外国人が合計21.6兆円を売越しており、他方で発行主体の事業法人と銀行が合計21.2兆円買い越して、個人、外国人の売越しをほぼ全額、吸収している。問題は、事業法人と銀行がこの買越しをどの「口座」で行ったか、である。

「持合い株」として互いに取得したのなら、市場から隔離されて売り圧力にはならないだろう。ただし、高い株価で取得するため簿価は切りあがり、やがて「含み益」は希薄化して株式相互持ち合いに用いる財産的余力は弱まっていくだろう。他方、「特金」「ファントラ」口座を利用して取得したのなら、持合い株の簿価には影響しない。

信託銀行（投信を除く）による買越額を見ると、東証1部市場経由の数値であるが、10兆円近くにのぼる（図表5）。信託口の株式取得には年金信託なども含まれるが、信託協会『信託統計便覧』によると「特金・ファントラ」全体の規模は85年3月末

の5.3兆円から89年9月末で46.8兆円に膨らんでおり、増加分の2割程度が株式運用に充てられたとすれば、ちょうど金額的にも近くなる。

では、「特金」「ファントラ」はどのように運用されたのか？特金のうち口座所有者の顧客が運用指図権を証券会社にゆだねるものを「営業特金」という<sup>20)</sup>。営業特金もファントラも目標利回りを提示して設定されており、当時の大口定期預金金利に2-3%上乗せされた水準である。配当利回りは1%を切っており（図表1）、目標利回りを達成するためには値軸稼ぎのために売買せざるを得ない。実際、信託口の株式売買シェアは年々、高まっていった（図表5）。しかし、87年10月の株価下落（ブラックマンデー）をうけて徐々に目標利回りを達成できず、逆に損失を抱える特金、ファントラ口座が出始めていく。

相互持合いによる株式取得には「含み益」を含めた純財産額という限界がある。また、特金・ファントラには目標利回りという限界がある。80年代後半に、ファイナンスによって浮動株が増加（供給面）し、それを吸収すべき相互持合いおよび特金・ファントラによる株式取得（需要面）の限界とのバランスの中で、前者が後者を上回ったとき、株価は89年末を頂点に暴落したのである。

暴落後の株価はどのように推移していったのか。それは、続編において検討する。

20) 信託銀行自らが運用に当たるものが「ファントラ」である。

# Factors Affecting Japanese Stock Price in Postwar, Part 1

Until the Bubble Burst

Kiyoshi Nikami

The key investors in Japanese stock markets have changed since the postwar period in terms of both the shareholding ratio and trading share of Japanese stocks. And after each change, there is a big change in stock price formation.

This paper examines the factors that influenced the Japanese stock prices from the postwar period to the bubble burst in 1990, especially the attributes of market participants and their investment behavior.