

証券市場をめぐる諸問題と行政

大蔵省
証券局長 渡辺 豊 樹

本協会では、協会の役員を対象に毎年2回、役員研修を実施しているが、去る8月24、25日の両日、箱根湯本富士屋ホテルにおいて、協会代表者を対象とする「昭和53年度代表者研修」を実施した。同研修の参加者は200名であった。

本稿は、そのうち去る8月24日に行われた大蔵省証券局長渡辺豊樹氏の「証券市場をめぐる諸問題と行政」と題する講義内容を要約したものである。

<はじめに>

本年5月に証券局長を命ぜられてから新局長としての抱負とか行政の方針について質問を受けることが多いが、私は特に新政策、新方針というようなものはないとお答えしている。局長が交代したからといって、従来の行政の方針に基本的な変更が本来あるものではないし、局長が変わるたびに何か新しい施策を打ち出していくということでは、行政の一貫性が保てないことになると思う。

ただ、証券市場、証券界をめぐる問題を具体的に処理する際に、私なりの政策判断あるいは行政当局としての考えを打ち出していきたいと考えている。

本日は、私の今までの証券行政の経験、最近の証券市場をめぐる環境変化を総合勘案して、率直に私が考えていることを申し上げたい。

<証券界の再編成>

いま金融界では再編成ということがよくいわれるが、私は、証券界には金融界と同じ、次元で再編成という問題はないのではないかと考えて

いる。証券界の場合は、40年不況の試練、さらに制度的には登録制から免許制への移行というプロセスを経ている。その過程において証券界ではかなりの規模で再編成が行われたといつてよいと思う。

それは証券会社の数の変遷に端的に現れている。昭和33年の証券会社数は557社であったが、その後ピーク時の37年には601社に増えた。それが40年不況時には425社に減り、更に43年の免許制移行時には277社となっている。つまり、免許制移行後は10年前の半分に減少したことになる。このように、証券界はすでに非常に大きな試練を経ており、これは証券界の一つの強味ではないかと思う。

＜証券市場の構造変化＞

証券業の免許制移行後の10年間に日本経済は高度成長から安定成長に移り、その過程で証券市場にも大きな構造変化が起つたと思う。その具体的な現象として次のようなことを挙げることができよう。

(1) 高株価構造

47～48年の過剰流動性時代に株価が上昇し、その結果株式利回りが下がり、株価収益率が上がったが、その後あまり変化なく今日に至っている。

(2) 個人持株比率の低下

(3) 時価発行増資の定着

(4) 公社債市場の拡大

49年に公社債の年間の売買高が株式の売買高を上回ったが、最近、公社債市場は急速に拡大している。特に国債の大量発行後、国債の公社債市場における地位が非常に高くなっている。

(5) 投資信託の株式市場における比重の増加

(6) 国際化の進展

(7) 地方取引所の機能低下

以上のほかにもいろいろ変化があったと思うが、このような具体的な現象は、事実としてこれを受けとめなければならない。つまり、これを前提として、証券市場、証券業経営の問題を考えていかなければならない。

＜業界の自主性の尊重＞

こういう具体的な現象が現われてくる過程において、証券市場に関するいろいろな問題が出てくるが、私は、そういう問題については、まず業界自身で考えていただくのが基本ではないかと思う。

証券取引所、証券業協会は、証取法上の団体であり、業界の自主規制機関である。すなわち、取引所も協会も定款その他の諸規則に基づいて自主規制を行っており、また証券市場や業界をめぐる諸問題について各種の委員会を設置して自主的に取り組み、熱心に議論しておられることは、他の業界にみられない大きな特色といえよう。

また、ここ数年間、個別の経営にかかわる問題についても経営の自主性、経営者の判断を尊重していくという行政方針がとられてきたが、これからそういう方向を進めていきたいと考えている。

もちろん、行政当局も、ただ腕をこまねいているのではなく、業界の自主的な検討について、必要に応じて意見を述べていくし、証券市場をとりまく環境の変化に弾力的に対応した行政を目指して行きたいと考えている。

そういう行政を展開していく場合に、まず第一に必要なことは、行政当局と証券界との間の相互信頼関係の存在である。業界の方も監督官庁ということで、行政当局に遠慮されずに、ものをいうときには何でもいっていただきたい。遠慮されるために、本当のことをいわないということでは、お互いの信頼関係は生まれてこない。

第二には、これからの難かしい時代に入っていくと、業界の一致団結

ということが強く要請されるのではないかと思う。競争している者同士が一致団結するということは大変難かしいのかもしれないが、証券市場あるいは証券界に与える影響が大きい問題に対処するときには、業界としてまとまっていただくことが行政当局の立場からも望ましいことと思う。

第三には、免許制だから、行政当局は業界を保護する立場にあるとお考えの方があつたらば、それは捨てていただきたい。

また、証券界には、問題の処理にあたつて、とかく結果論で済ますという風潮があるが、これからの時代に処していくのにはこれでは済まないと思う。

＜証券会社の格差の問題＞

大手証券会社と中小証券会社の格差あるいはシェア、業務分野の調整の問題は、古くて新しい問題とされている。

私は、この問題については、大手、中小の両方の存在が日本の証券市場にとって必要なのだということを念頭において考えていかなければならないと思う。

たとえば、大手証券会社のアンダーライター機能が充実し、十分に発揮されるのに伴つて、証券市場の日本経済における重要性はますます高まることになるが、それは同時に、証券界全体の国民経済に占める地位を高めることになる。

業務分野の問題については、大手証券会社としても、中小証券の存在が証券市場にとって必要なのだという認識をもつて処していってほしいが、首脳部ばかりでなく第一線の方にもこの趣旨を徹底させることが必要だと思う。

＜信用取引制度の改正＞

信用取引制度の改正についてはすでに発表されたとおりであるが、こ

の際証券界でよく考えていただきたいのは、なぜこのような制度改正を行うのかということである。単なる市場振興策あるいは中小証券対策ということだけでは、制度改正を説明することはできない。

私は、この信用取引制度の改正は、あくまでも公正な株価形成に資するものであり、株式取引における流通の円滑化に資するものである、言いかえれば株式市場の厚みと深みを増すことを狙つたものであると理解している。

＜株式の大量取引の問題＞

この問題が業界で取りあげられるようになった動機は、企業が決算対策等で株式を売却する場合に、証券市場を通さないで直取引の形で大量の取引が行われることがあるが、この傾向が高まれば市場集中の建前の下における株価形成上問題ではないかというところにあつたと思う。しかしその後、大量取引をめぐるいくつかの問題が出てきている。

特に、株を市場から買集めていって、その結果、需給関係から株価が上がつた段階で、高値で株式を処理するというケースが現実の問題になつてきている。

こういう事例がいくつか重なると証券市場あるいは証券界に対する不信感が生れる可能性が十分あるわけである。そして、こういうことについて何らかの直接規制措置を講ずべきではないかという強い意見が出てくるのは必至だと思う。

仮に、そうなつたとすると、証券会社のブローカーとしての忠実義務とか、本来自由であるべき株式取引について統制的要素が入ることになり、それが果たして、証券市場あるいは証券界にとって好ましいことかどうか疑問がある。

したがつて、いま当局でも勉強を始めているが、そのような批判の対象となつてゐることを念頭に置いて、業界としても真剣に考えていた

きたいと思う。

＜国債の銀行窓口販売＞

この問題は、証取審でいずれ議論が行われると思う。私は、昨年末になぜ急にこの問題が出てきたのか、その点に問題があると思うが、提起されたからには、いずれかの時点で結論を出さなければならない。

ただ、この問題は、銀行業務のあり方だけから取り組むべきものではないと思う。日本経済の現在の局面を打開するためには財政に頼らざるを得ないが、そのために発行される国債をいかに円滑に消化していくかということが、最大の問題である。それがうまくいかなければ日本経済に重大な影響を与えることになる。

証取審でこの問題が取り上げられる場合には、この原点に帰って議論していただこうと考えている。

＜今後の国債消化の問題＞

最近、債券市場で国債の価格が下がってきており、各方面から関心が持たれているところである。

いずれ債券市場に変化が現われてくるであろうことは誰しも予想していたが、それが意外に早く、また大きな形で現われたということだと思う。

このような債券相場になった背景には、基本的には、国債の大量発行が一つの圧迫材料になっていると指摘されている。

この債券相場の今後の動きについては、市場関係者の間でも意見がわかれているようだが、仮にこのような市況が今後も続くということになると、国債の消化に影響を与えるのは必至である。

そうなると、発行者の立場から大蔵省はいろいろ考えていかなければならないことになる。たとえば多様化を図って行くことも大きな検討課題である。

いずれにしても、これから大蔵省としてもこの問題を深刻に考えていかなければならないと思う。しかも、補正予算でどれだけ国債が追加発行されるのか、それをどのように消化していくのかということも大きな問題である。また、秋になると来年度の予算編成に入り、年末には国債発行枠の問題が控えている。そういう情勢のもとで、前述の国債の窓販問題も更に具体的に議論が進められていくことになる。

＜税制の問題＞

いま税制調査会では、一般消費税の問題を中心に議論しているが、証券税制の問題も毎年必ず出てくることになっている。今年も秋から年末にかけて議論が行われるのは必至である。

それは、歳入確保の観点から一般の税制の問題を考える場合に、不公平な税制の改正ということがどうしても取り上げられてくることになり、その典型の第一が医師課税の問題で、その次が、利子、配当の問題、キャピタルゲインの問題となっているからである。

＜む す び＞

この秋から年末にかけては、今まで述べてきたことのほかにも、いろいろな問題が出てくるであろう。その場合、業界との間でコンセンサスをつくっていかなければならないのは当然であるが、業界には業界の立場があると同時に、私どもも大蔵省全体を考えなければならない立場にあることを御理解いただきたいと思う。

以 上