

証券市場をめぐる諸問題と行政

大蔵省 吉本 宏
証券局長

本協会では、毎年、協会の役員を対象に役員研修を実施しているが、去る8月23、24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54年度代表者研修」を実施した。同研修の参加者は185名であった。

本稿は、そのうち8月23日に行われた大蔵省証券局長吉本宏氏の「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>

証券局長に就任してようやく1か月ということで、ここで証券行政全般にわたる基本方針というようなことを述べるにはいささか時期が早い感じもするが、恒例のことでもあるので、一言、御挨拶をかねて考えているところを率直に申し述べたい。

いうまでもなく、役所は組織で仕事をしているので、局長が変わったからといってすぐ方針が変わるというものではない。また、そうあってはならないわけで、従来、証券局が歩んできた行政の基本方針は確固として守っていかなければならないと思っている。ただ、時代の要請というか、経済あるいは社会情勢の変化に即して、フレッシュな立場で、弾力的に対応していくということも必要ではないかと思っている。

私としては、そういう立場で、できるだけ柔軟な姿勢で当面する問題の処理に当たっていきたいと考えている。また、折りに触れて皆さんの意見も充分に聞き、証券行政の舵取りに誤りなきを期したいというのが私

の基本的な考え方である。

1. 公社債市場をめぐる問題

(国債の大量発行)

公社債市場においては、やはり国債の大量発行が市場に大きな影響を与えてきている。それによって、証券会社の日本経済におけるウエイトが高まってきたし、また、将来に大きな希望をもたせるエポックであるというように考えている。昭和50年に約50兆円であった公社債の流通量が、53年には200兆円を超えている。その中に約半分は現先も入っているが、これだけの流通量があるということは大変なことであって、その担い手としての証券会社のウエイトが、これからますます高まってくるのではないかとことを常々感じている。

45年から46年当時は、国債の発行量は当初予算ベースで4,000億円から5,000億円程度であり、将来に備えて「火種」を大事にするという意味で発行が続けられており、国債依存率も5%程度であった。それが50年度には、例の石油ショックの後遺症で税収が大きく落ち込んで、赤字決算になりそうだということで、国債の大量発行の時期に入ったわけである。当時は、国債のクーポンレートが8%とかなり高い所にあり、これを5兆円とか6兆円とか発行することになると将来かなりの負担になるし、また、これだけの額が円滑に市中消化できるかどうかという懸念が持たれたが、50年度に市中での発行額が4兆5,000億円、51年度が6兆円、52年度が8兆5,000億円、更に53年度は9兆円を超える発行が行われてきた。

この間、証券会社が個人消化で売り捌いた額も飛躍的に増え、特に、52年度は2兆円、53年度は下期に若干落ちたが、1兆8,000億円となっている。53年度には10年ものの利付債のほかに、3年ものの公募発行が約1兆円あり、その約6割を証券会社が落札したという実績がある。ま

た、割引国債についても約3,000億円の発行が行われた。

このような国債の大量発行を背景にして、流通市場の拡大につながっていったわけで、53年度では、公社債の総売買高の3割が国債、今年になって1月から7月までの実績でみると、その4割が国債の取引となっている。

ところで国債問題で一番問題になったのは、流通価格の下落ということであったと思う。昨年の6月頃から、金利の底打ち感あるいは若干のインフレ懸念というような前途への不透明感を背景にして、市況が軟化してきて、特に今年の1月から6.1%国債が取引所に上場されたが、この頃から国債の流通価格の下落が表面に出てきた。これについては、発行者として非常に苦慮したわけであるが、やはり、何とんでも流通価格に合わせて発行条件を改定していく以外にない。これは、かねてから言われていることであって、大蔵省が別に御用金思想に凝り固まっているわけではない。そこで、発行条件の改定に踏み切ったのが今年の3月で、クーポンレートが6.1%から6.5%へ引き上げられた。その翌月には公定歩合も引き上げられるとともに、再び6.5%から7.2%へ0.7%引き上げられ、更に8月には7.2%から7.7%へということで、クーポンレートは、この半年間に1.6%とかなり大幅に引き上げられた。幸いにして、最近の情勢をみていると、かなり明るさが出てきたというか、消化が円滑に行われていると聞いている。

(流通市場の整備)

公社債問題、特に国債の問題については発行条件をできるだけ弾力的に実勢に即して改定していくことが基本と思うが、同時に公正な市場価格の形成ということについても、十二分の配慮をしなければならないと考えている。幸いに、公社債の店頭気配発表制度が改善され、指標気配を売り気配と買い気配の2本立てにするということも行われているし、

取引所においても、国債の大口売買取引制度が今年4月から発足し、今後の活発な大口売買が期待されている。また、流通市場の整備という観点から、公社債の流通金融の拡充とか、日銀のオペ方式を従来のまとめて買う方式から小刻みに買入れをするような方式に改めるとか、あるいは資金運用部の市場参加も行われてきているが、今後も流通市場の整備の問題が非常に大事だということを特に痛感している。

(バンク・ディーラー)

公社債市場をめぐる問題については、本年6月27日に証券取引審議会において、「公社債市場当面の諸問題について」というレポートが取りまとめられ、ここで当面する諸々の問題について、かなり詳細に意見が述べられている。バンク・ディーラーの問題については、その中に色々の見方や問題点が述べられているし、また、金融制度調査会においても答申が出ている。結果としては、行政当局の検討に委ねるという形になっているが、私どもとしては、今後、関係の局と充分話し合いをしたうえで、この問題について、何らかの方向を出していかなければならないと考えている。

(円建外債)

公社債の問題で、もう一つ触れておきたいのは、円建外債の問題である。証券業の国際化の進展に伴って、円建外債の発行が非常に増えている。特に、53年には、40件、合計8,270億円の発行が行われているが、この円建外債を含めて、いわゆるアンダーライター機能を充実していかなければならない。更にいわゆるセカンダリー・マーケットというか、円建外債の流通市場の面についても、いろいろ工夫を凝らしていかなければならないのではないかと考えている。

2. 株式市場をめぐる問題

(株価の水準)

現在の株価は、かなり高くなってきているのではないかと思います。今年に入ってから、金融の緩和基調を背景として、事業法人あるいは機関投資家等の積極的な株式投資により、市況は活況を呈してきた。その後、公定歩合の引上げ懸念とか石油不安といったことから、一時、低調かともみえたが、4月の後半以降、資源関連株あるいは鉄鋼とか、海運株を中心に、再び活況に転じてきた。5月16日には、ダウ平均が最高値を付けたが、その後5月下旬から6月中旬にかけて、やや、市況が鎮静化した。信用取引の規制緩和措置をとり、委託保証金率を6月15日に70%から60%に下げ、更に7月23日から、60%から50%に下げた。保証金率については、できるだけ弾力的に、下げるときは下げておいて、また必要になれば適切に上げるということが望ましいと考えている。

8月に入ってから株式市況については、資源関連株等一部の銘柄がかなり高いということに起因する面が強いのではないかと考えている。取引所の株価指数あるいは単純株価平均という面で見ると、まだ、1月の高値を下回っている。1日当りの出来高とか、売買代金等を見ても、まだ全般的な過熱感という感じではないとみているが、今後の動向については、十分に注意していきたい。証券会社においても、無理な営業によって株価の動きを加速させるというようなことのないようお願いしたい。

（個人持株比率の低下）

次に、これは古くて新しい問題というか、なかなか根深い問題であるが、個人持株比率の低下という問題がある。

最近、全国証券取引所協議会の調査結果が出ているが、個人の持株比率が53年度は30.9%になった。ちなみに10年前の43年度をみると、42.1%であり、かなり大幅に下がってきている。証券投資信託を含めた計数で見ても、43年度の43.8%に対して、53年度は33%である。また、法人

の持株比率は、43年度は57.6%であったのが、53年度には68.9%になっている。そのうち、特に金融機関のシェアが43年度の30.3%から53年度は36.6%と増えている。

一方、日本銀行の個人金融資産残高の内訳についての調査をみると、40年の個人金融資産が約30兆円であったのが、53年には260兆円と大幅に増えている。その中で貯蓄性預金のシェアが44.3%から52.1%に上がっている。ところが、有価証券は40年が18.9%、53年12.7%ということで、むしろ下がってきている。その中の株式は、11.2%が2.3%と非常に尻つぼみになってきている。

これは、いろいろな要因が複雑に絡まっている問題であると思う。株価がかなり高いので、新規投資がなかなか困難になってきている、あるいは、企業の配当政策とか増資政策との関係で株式に対する投資魅力が減退している、あるいは企業の系列化ということで安定株主工作が進んでいることなど、いろいろな話が重なり合っているという傾向が出ているのだと思う。

したがって、この問題がそう簡単なものでないことは十分理解しているが、率直に言って、私は、このままでもいいのか、何かここでお互いに考えて見る必要があるのではないかという感じを持っている。この辺で何とか止まればいいが、更に持株比率が落ちてくるということになるとこれは、まさに証券業の基盤である浮動株の減少とか、あるいは流通株の不足ということになってくるわけである。「それでは、どうするか」と聞かれても、直ちに、「こうしたらよいのではないか」という答えが出ない。なかなか難しい問題かと思うが、皆さんと、この辺の議論ができればと考えている次第である。

（地方取引所）

株式売買の東京証券取引所への集中という傾向が顕著にあらわれてお

り、相対的に地方取引所の売買高が減ってきているということは、何人も否定できないところである。先般、大蔵省OBの参加している研究会のレポートが出され、また、取引所でも全国証券取引所協議会の場で検討が進められていると聞いている。

私どもの基本的な考え方としては、やはり地方取引所の問題は、事柄の性質上役所の方からいろいろと差し出がましきというよりも、関係者で十分に自主的な検討が行われることが望ましいのではないかと考えている。

3. 証券会社の経営について

証券会社の経営をめぐる問題については、私の基本的な考え方は投資者本位の営業姿勢、財務体質の一層の健全化、内部管理体制の充実・強化、この辺が基本であると思っている。免許会社として、責任感をもって、証券市場の担い手としての使命を追求して欲しいということである。こまごまとしたことはいわないが、投資者本位の営業姿勢の徹底については49年12月に通達が出ているので、経営者の皆さん方は常々意を用いていただきたいと思う。

(大手と中小の業務分野)

次に、大手証券と中小証券の業務分野の問題であるが、やはり大手と中小の両者が相まって、日本の証券市場を担っていくということが基本であると思う。国際化時代であるから、大手証券会社においては、積極的に外国にも進出し、またアンダーライティング業務を活発化すること、もちろん必要である。殊に国債の大量発行時代に当って、アンダーライター機能を強化していくということが、ますます要請されるわけであって、それによって、証券界全体の国民経済に占める地位が高まっていくことは、私どもの最も望むところである。

同時に、中小証券におかれては、地域性を十分に生かして、地域に密

着したキメの細かいサービスを提供して投資者のニーズにこたえていくということが一番大切であると思う。

証券会社を大きく4社、8社、その他と三つに分けて、最近の数字を見ると、株式売買のシェアは4社が45.2%、8社が19.6%、その他が35.2%となっている。債券売買は、4社が77.0%、8社が13.8%、その他が9.2%となっている。引受けについてみると、4社が73.5%、8社が20.2%、その他が6.3%となっており、公社債のディーリングあるいはアンダーライティングの面では、大手証券会社のウエイトが高い。一方、株式のブローカー業務については、中小証券がかなりシェアを有しているようにみられる。

今後の問題としては、中小証券あるいは中堅会社においても、収益ソースを多角化するという意味で、債券業務にも十二分に関心を持ってもよいのではないと思う。債券関係の業務には、ノウハウの蓄積とか、人材の養成とか、かなりの資金量を要するとかいろいろ難しい問題があって、そう簡単にはいかないということも理解できるが、債券業務についても一工夫してみるという地道な努力をお願いしたい。

われわれとしても、中小証券の今後の発展のためには、店舗行政その他の面において、今後できるだけ配慮していかなければならないと考えている。

(株式の自己売買)

株式の売買については、4社以外の準大手あるいは中堅、中小それぞれの証券会社かなりのウエイトを占めて、全体として株式売買の過半を占めているが、その中で自己売買比率が4分の1程度になっている。特に中小、中堅会社において、自己売買比率が高くなっている。申すまでもないことであるが、自己売買は、ブローカー業務の補完に必要な範囲内に限られていることについて留意願いたいと思う。

また、売買損失準備金の積立率を、本年3月に70%から50%に引き下げたが、これについても、株式の自己売買を活発にしてよいという意味ではないということについても留意願いたいと思う。もう一つ、信用取引に過度に依存しないように常時留意願いたい。

(54年9月期決算)

54年9月期の決算については、今後の株式市況の展開にもよるが、各社とも、おおよその見通しをつけられたのではないかと考えている。われわれとしては、従来の決算経理基準によってほぼ差し支えないと考えているが、何か問題があれば、財務局に御相談願いたい。

(証券事故)

近年、証券事故の発生件数は減少済みであるが、金額は逐年増加しており、1件当りの金額が大口化しているように見られる。このような事故が続発するということになると、証券業界全体に対する社会的信任を失うということにもなりかねないわけであり、経営者の立場からすれば業容の拡大ということが、常に念頭にあるのは当然であるが、やはり人事配置とか部内の監査、成績評価等についても十分配慮されて、いやし くも社会の批判を受けるような事案がないように留意願いたいわけである。

<むすび>

以上、いろいろ申し上げたが、やはり業界と行政当局のお互いの信頼関係が一番基本だと思う。われわれもいろいろ苦言を呈するが、これも証券業界の健全な発展を願うからにほかならないわけであり、皆さん方からも忌憚のない意見を随時聞かせていただき、私どももそれらの意見を聞きながら仕事をしていきたいと考えている。

以 上