



証券市場をめぐる
諸問題と行政

大蔵省
証券局長 禰 河 徹 映

<は じ め に>

私は、20年前の昭和36年に初めて証券行政に携わり、その後、10年前に理財局国債課長として国債の発行をめぐる証券界と関係を持ち、また、この度証券局長を拝命した。この間に証券市場あるいは証券業界も大きく変わっているので、初心に帰って勉強していきたいと思っている。

また、今後の証券行政の運営にあたっては、皆様に御意見を寄せていただき、私も、十分それを伺いながら、進めたいと考えている。

1. 公社債市場の拡大、整備について

(最近の公社債市場の特色)

最近、数年間における公社債市場の第一の特色は、国債の大量発行を契機として、市場が急速に拡大しているという点である。

昭和53年度以降の公社債の発行状況についてみると、各年度とも25兆円あるいは26兆円という大量の発行が行われ、本年度も、4月から7月までの間に7兆9,000億円の公社債が発行されている。45年度の発行額が4兆2,000億円であったのと比較すると、急速に規模が拡大したといえる。

第二の特色は、公社債の種類、あるいは発行形態が多様化してきてい

ること、また公社債の発行条件が、かなり弾力化されてきているという点である。

発行条件に関しては、従来は、金利体系ということを中心に考えてきたため、一定の枠内で非弾力的な条件の決定が行われてきたが、急速な公社債市場の拡大、発展に伴って、発行条件も次第に弾力化されてきている。

第三の特色は、最近、国際化（国際的な資本交流）が著しく進展した点である。円建外債の発行状況でみると、53年度が6,500億円と特に多く、その後は少し減少しているが、それでも55年度には2,800億円程度の発行が行われ、本年度は、再び増加の傾向にあり上半期だけで2,750億円の発行が見込まれている。45年度においては、わずか1件、60億円の発行しかなかったことを考えると、いかに日本の市場が国際化したかということがわかる。

これからの公社債市場を考えていくにあたっては、以上のような環境変化を十分念頭に置きながら、公社債の発行、流通が円滑に行われるよう発行者や投資家のニーズに対応していく必要があると考えている。

（発行条件の弾力化の推進）

最近は、市場規模の拡大に伴い、市場実勢を抜きにして、発行条件を考えていくというわけにはいかなくなっており、今後も、市場実勢に即応した発行条件の決定ということが、更に進んでいくことになるが、当局としても、発行条件の弾力化を一層推進していく必要があると考えている。

また、先般の商法改正で、新株引受権附社債の発行ができるように法制的な道が開かれ、現在、その発行が現実に行えるように体制の整備を進めているところであるが、発行形態等の多様化を今後更に進めていく必要があると考えている。

（国債の減額）

その中で一つ問題となるのは、国債の発行量が巨額にのぼり、それが、いろいろな意味で波紋を投げかけているという点である。公的部門と民間部門のバランスがとれていなくてはならないわけで、財政再建の面からの要請もあるが、公社債市場の面からも、やはり国債の減額を図っていくことが、当然必要になってくる。

この点について、55年度で1兆円、56年度で2兆円の減額が行われたが、59年度までには赤字公債から脱却するということを目標に、現在、財政当局で取り組んでいるわけである。

（私 募 国 債）

なお、この機会に、先ごろ問題になった非市場性国債の問題について触れておきたい。当局としては、基本的には、市場性の制限された債券の発行は、「開かれた市場」という面から見て、決して好ましいものとは考えていない。ただ、最近における金融市場の動向、更に景気対策という観点から、非市場性国債の発行を行わざるを得なかったわけで、まさに臨時異例の緊急避難的な措置であり、やむを得ない面もあったと思う。

しかし、基本的には、この種のものを発行せず済むような方向に持っていくべきだと考えている。やはり、これからは証券市場の育成のためにも、シ団引受け、公募入札というオーソドックスな方式による発行が円滑に行われるように、当局も努力していかなければならないと考えている。

（最近の流通市場の特色）

公社債流通市場も急速に拡大してきている。55年度の売買高は、281兆円に達し、本年1月から7月の売買高も、174兆円という多額の取引が行われている。

最近の公社債流通市場の特徴として最も注目されるのは、市況が海外の金利、あるいは為替の動向に大きく左右される度合いが高くなってきているということであろう。本年4月以降、アメリカの金利が上昇し、また円安が進んだということがあって債券市場は弱含みに推移し、今月初めには、円が247台円となったのに見合って、6.1%国債のレートが10.3%にまでなっている。

また、今年になってから、金融機関その他の投資家の動向に、昨年とは違ったものが見られるようになった。例えば、都銀、地銀は、昨年とは大幅な売越しであったが、その売越幅は今年に入ると、かなり縮小してきている。

（流通市場の整備、育成）

このような状況に応じて、公社債の流通市場の整備、育成という点について、当局としても、従来からディーラーファイナンスの面で多様化を図ってきた。また、店頭気配制度を整備充実し、情報提供を強化する措置を講じてきたわけである。今後もこのような面の施策を更に一段と進めていく必要があると考えている。

（証券会社の対応）

このような公社債市場の動向に、証券会社がどのように対応してきたかという点について、今9月期の決算見込みからみると、債券売買益は、全体としては、前期をある程度上回るものとみられる。ただ、各社別では、かなりの格差があるわけで、それぞれ営業の重点の置き方の異なる点はあると思うが、債券に関する販売力の差、あるいは商品管理体制の差というものが、かなり、はっきり出てきているのではないかと思われる。

いずれにしても、公社債市場は今後も一層拡大を続けていくものであり、それだけに安定的な収益を確保していく必要が高い分野だと考えて

いる。

そのためには、何といっても、昨年6月の証券局長通達「当面の証券会社経営上留意すべき事項について」でも触れているが、各社が支配下債券の適正規模を確実に維持していくということが第一であろう。

同時に、営業面で、例えば現先取引、あるいは着地取引について、その約定価格の決め方を適正なものにすることが、必要ではないかと考えている。

2. 株式市場の機能強化について

（時価公募増資の急増）

全国上場会社の有償増資の払い込み額は、55年度においては約1兆1,600億円になっている。これは、47年度の約1兆3,000億円に次ぐ史上第2位の規模である。56年度に入っても、4月から7月までの間で3,940億円になっており、引き続き活況を見せているが、特に注目されるのは、最近、時価公募増資のウエイトが高くなり、このところ有償増資中の7割以上の比重を占めているということである。

（流通市場の盛況）

市場においては、昨年来、市況が低迷する局面もあり、また、最近、いわゆる株価の2極化現象ということもいわれているが、総じて活況を呈し、今月17日には、日経ダウ平均で8,019円をつけている。また、出来高も相当の高水準にあるといえるかと思う。

（株式市場の拡大）

このような発行、流通両面での株式市場の活況には、いろいろな理由があると思うが、公社債市場と並んで、株式市場が、企業の資金調達の間として、また、投資家の資産運用の間として拡大しているわけで、大変、結構なことである。

また、そのような状況につれて、証券会社の日本経済に占める地位も飛躍的に向上していくわけであり、当局としては、一層こういう状況が定着していくよう努めていかなければならないと考えている。

（個人株主の問題）

そのためにも、株式市場の機能を維持、向上させていくことが必要であるが、この点の問題として第一にあげられるのは、個人株主の問題である。

個人の持株比率は、戦後間もない25年度には60%を超えていた。これは特殊な事情によるものだとしても、35年度には46%台にまで下がり、45年度には約40%まで下がってきた。更に55年度には10ポイント下がり30%を割るというような状況になっている。

この低下の原因は、企業の系列化の進行、安定株主対策の進展、あるいは機関投資家の拡大というようなことであると思うが、個人投資家の側からみると、額面増資から時価発行増資へ移行して、株式投資の魅力が減退してきたということも原因ではないかと思う。また、配当利回りが大幅に低下して、現在では1.4%程度にしか過ぎないというような事情もあると思う。

私は、個人の持株比率が、いままでと同じようなテンポで、更に急速に低下していくとは考えていない。しかし、このような低下が、今後なお続いていくとすれば、株式需給の層が薄くなってくる結果、公正な株価形成が阻害されたり、流通の円滑性が妨げられるということになり、株式市場の本来の機能がそれだけ失われることになるので、個人株主問題は、真剣に取り組んでいくべき課題であると考えている。

（個人持株比率の増加の対策）

この対策としては、即効薬となるようなものはないが、株式の供給量を増大させるということ、それに並んで株式の投資魅力を高めることに

よって個人株主の増加を図っていくことが大切ではないかと思われる。

第一の株式供給の増大策としては、例えば、先般の商法改正で、増資プレミアムの資本組入れ比率の引上げ、あるいは法人の株式相互保有についての規制などが行われることになり、これらが効果を発揮していくと思う。

また、転換社債についても、アップ率、あるいはクーポンレートを弾力化していくことにより、将来の株式供給の増加につながる転換社債を発行しやすくするような措置も講じたわけである。

（投資者の信頼の確保）

個人持株比率の向上をはかることについては、業界でもいろいろ知恵をしばられ、従業員持ち株制度の整備、拡大という措置も講じまし、将来の株式投資につながる株式投信制度の改善も行われたわけである。しかし、基本は、個人投資家の信頼を維持、向上させるということではないかと思う。

そのためには、市場における公正な株価の形成を図っていくことが第一であり、また、各社の営業活動を適正なものにしていくということが、投資家の信頼をつなぎとめ、更に、それを大きくしていく方法であると思う。また、これが証券界に課せられた最大の責務であると考えている。

（株式投資魅力の回復）

それとともに、株式投資魅力を何とか回復させる必要があると思う。そのためには、配当性向を今まで以上に重視した利益還元ルールを明確に打ち立てて、それを実行に移していくことが必要である。これは、発行者とアンダーライターとしての証券会社の共同の責任であろう。

この点については、時価発行増資についての業界の自主ルールがあり、このルールを昨年10月に一部改正したわけであるが、当局として

は、現在その結果を注目しているところである。最近、時価発行公募のウェイトが、極めて大きくなっているが、このルールに即して適正な増資が行われ、将来にわたって株主にその利益が十分に還元されるであろうことを期待し、また、そういう方向に持っていかなければならないと考えている。

これに関連して、ファイナンス銘柄の価格形成なり、その他の点について、投資家の信頼確保のため、アンダーライターとしての証券会社に課せられた責任は、大きなものがある。

同時に、利益還元の自主ルールは、総合証券12社で決められたルールであるが、証券界全体として、このルールの精神を十分に汲んで、対応していくことが必要だと考えている。

(店頭市場の拡大)

なお、個人株主の拡大という問題に関連して、当局に寄せられている意見の中に、店頭市場をもう少し拡大したらどうかというものがある。それは、株式市場を将来性の高い中堅企業に開放し、その成長性・将来性というものを投資魅力にして個人株主を増加させたらどうかという意見だと聞いている。

店頭市場の整備の措置としては、昭和51年に日本店頭証券を設立し、また、店頭登録基準を改善したり、店頭銘柄の投資勧誘ルールを整備するというような措置を講じた。その後、店頭市場の登録銘柄も52年に88銘柄であったのが、現在110銘柄に増加している。

しかし、こういうようなことでは不十分ではないかということから、その拡大を望む声があることは、私も聞いているが、この点については、証券界から見直しの具体的な提案があれば、当局としても検討するにやぶさかではない。

ただ、最近の店頭市場の取引は、やや伸び悩みであり、こういう状況

のもとで、適正な株価形成、あるいは投資家の保護という面で、それを徹底させる方策、あるいは取引所第二部市場との関係をどう考えていくのかという問題についても、当局として、十分に検討していかなければならないと考えている。

3. 証券会社の経営をめぐる諸問題について

(今9月期の決算処理)

第一は、本年9月の決算処理の問題である。今9月期の決算見込みについては、先般、各社から提出された数字を当局でまとめたところである。本省監理会社23社についてみると、今期は、株式委託手数料収入は大幅に増加しているようであり、債券の売買益も、かなり増加しているようである。もちろん、まだ期中であるので、これからの状況いかによって、若干変わることはあろうかと思うが、本省監理会社については、前期に比べて相当の好決算になるであろう。

財務局監理会社については、地区によってかなりの差が出るように思われる。関東地区は、株式委託手数料収入の伸びがやや鈍く、全般的に、やや不調ではないかと思われる。それに対して、近畿、東海地区は、一応、株式委託手数料収入の伸びもあり、大多数の会社は、前期よりは好決算になるのではないかと考えている。

今期決算処理については、当局でも、これから更に検討する必要があるが、決算の経理基準は昨年改定したところであるので、現時点では、昨年改定した基準によることとして差し支えないのではなかろうかという感じを持っている。

(最低資本金の引上げ)

なお、これに関連して、証券会社の最低資本金の問題であるが、昨年、11月証券局長通達を発して各社にこの両3年の間に現行基準の約2

倍に相当する「望ましい資本金」に到達するよう増資計画を立てていた
だき、現在、各社とも、その方向で進まれるというように財務局から報
告を受けている。

最低資本金は、昭和38年に改定されて以来、据え置かれてきたが、そ
の間の経済、社会状況の変化に見合って、信用機関にふさわしい資本金
にするという趣旨から先般引上げをはかることとしたのである。業績が
特に好調な場合には、両3年を待たずに実施するということは結構なこと
であるので、その方向で検討願いたい。

（営業姿勢の適正化）

証券会社をめぐる問題の第二は、証券会社の営業姿勢、あるいは内部
管理体制の問題である。これは歴代証券局長が、機会あるごとにお願
いしている事柄であるが、この1年間を振り返ってみると、やはり、証券
界にとって大変残念な事件が、かなり続いたことは事実である。

その最たるものが、誠備事件、それに伴う大阪証券信用株式会社の破
綻の問題である。それ以外にも、日本鍛工株の買い占めに伴う証取法
125条違反の問題、あるいは日本毛織の仕手戦に関連した信金の業務上
横領事件というような不祥事件が続出したわけである。

こういう事態に対応して、大蔵省でも、誠備事件に対しては、こうい
う事件の再発を防止し、投資者保護を図るため、証券投資はあくまでも
投資者の判断と責任において行われるべきものであるとの考え方に基づ
き健全性省令を改正して、無断の短期回転売買等を証取法第54条に基づ
く是正命令の対象とすることとした。また、証券局長通達を出して、証
券会社の役職員が投資顧問会社の役職員を兼任することは自粛すること
とするなど、いろいろな措置を講じたわけである。

しかし、証券事故一般については、残念ながら、このところあまり減
少はしていない。証券事故の原因には、いろいろの事情はあろうと思う

が、大部分は、やはり目先の営業優先の姿勢と内部管理の不徹底という
ものに原因があるようである。

こういう事故が起きると、証券業界全般の信用が損なわれると同時に、
関係の証券会社の受けた損害も、かなりのものになり、その償却の
負担が大きくなるのしかかってきているわけである。

この点について、経営の衝に当たられる皆様方は、既に十分、意を用
いておられると思うが、事故の内容等からみると、第一線の管理者に、
そういう問題を管理する意欲なり、能力が、やや不足しているのではな
いだろうかと思える。例えば、支店長が、内部管理に意を用いる以上に、
外務員とともに、もっぱら営業活動に意を注いでいるような店舗にこう
いう事故が起きているようである。第一線の管理者教育について経営者
の皆様が特に意を注いでいただきたい。

当局としても、このような証券関係の事故、あるいは事件というもの
に対しては、社会の信頼を維持するという観点からも、今までより以上
に厳正な態度で臨んでいかなければならないと思っている。

（証券会社の合併）

証券会社をめぐる問題の第三として、証券会社の合併の問題について
触れてみたい。

最近、証券会社の合併が続き、これが業界全体の再編成につながるの
ではないかという見方もあるようである。本年に入って、総合証券クラ
スの合併、あるいは中小証券の合併が進められ、いずれもきたる10月1
日に発足するわけであるが、今回の合併は、いずれも当事者の自発的な
意思で、経営の効率化を図るという目的によるものであって、当局もそ
のメリットを認めて、これを認可することとしたわけである。

しかし、証券業界全体の姿を見た場合に、免許制移行後13年になっ
て、証券会社の経営体質は総じて強化され、安定してきているというこ

とがいえると思う。そして、それぞれその役割を果たしてきていると思う。

したがって、私としては、前述のような合併の動きがあったからといって、業界全体の再編成のために、合併を促すというような考えは持っていない。それぞれがそのところを得て、大いに能力を発揮していくということで進むのであれば、それは結構なことだと考えている。

もちろん、今後、仮に関係当事者の間で、経営の効率化という観点から、自主的に合併等の話し合いがまとまっていくということであれば、今回と同様に、当局としては、そのメリットが本当にあるのか、あるいは市場に与える影響はどうかという判断を加えながらできるだけ御相談ののっていきたいと考えている。しかし、行政当局として、再編成を促すというような考え方は、持っていない。

（外国証券会社の問題）

証券会社をめぐる問題の第四は、外国証券会社の取引所加入の問題、あるいは戻し手数料の問題である。

近年における日本経済の国際化、あるいは金融市場の国際化に伴い、諸外国から、相互主義に基づいて日本も門戸を開放するように、あるいは内外差別を撤廃するように、というような要請が出てくるのは当然であるし、そういう声は、最近、かなり急速に高まってきており、この問題は、対応いかんによっては、各方面に影響する問題かと思われる。この問題を解決するためには、証券取引所の定款等の改正を要するわけであり、証券取引所は会員組織であるから、こういう問題について、行政当局が進んでとやかくいうことが適当だとは考えていない。まず、業界内部のコンセンサスが前提になるわけであり、証券界において、内外の動向を十分に踏まえて、今後適切な対応策が得られるよう期待している。

4. 改正証取法の取扱い

（海外発行のCD、CPの取扱い）

最後に、先般、改正された証券取引法の今後の取扱いの問題について申し上げたい。

その第一は、海外で発行されているCD、CP等の取扱いの問題である。これらについては、証券会社の兼業規制を緩和して、金融機関との相互乗り入れという形で、証券会社に取り扱えるように、先般の法改正で手当てしたわけである。

この改正規定が来年の4月から施行になる予定であるので、それまでの間に、当局において、証券会社を取り扱う場合の取引のルールとか、投資家保護の方策について明確に定めておく必要があるわけで、現在、検討を行っているところである。

（窓 販 の 問 題）

第二は、銀行等の証券業務取扱いの問題——いわゆる窓販の問題であるが、この問題は、銀行等に対し、証券取引法上の認可をいつ、どのようにして行かという点に絞られてきている。これについては、3人程度の中立的な有識者による懇談会を設けて、その意見を十分伺ったうえで決定するということになっている。

いわゆる3人委員会は、現在のところまだ設置されていない。この委員会の設置、運営については、目下、大蔵省内において、関係局と協議、検討している段階である。ただ、法改正の経緯、その後の推移等からみて、秋口には、この委員会を発足させて、御検討を願うことになるのではないかと考えている。

＜む す び＞

最後に申し上げたいのは、今までいろいろお話ししてきたが、証券行

政の基本理念というものは、戦後一貫して変わっていないということである。

企業などの資本調達の場合、あるいは国民の金融資産運用の場合として、健全な証券市場の育成を図っていくことが、私どもに課せられた一貫した使命だと考えている。

日本経済は、いま世界の優等生として大変高く評価されているが、今後とも着実に進展をとげていこうと考えている。そのためには、やはり資本市場がより大きくなっていくということが、どうしても必要である。

そういう意味で、証券界の活躍すべき場というものは、更に大きくなり、その前途は大きく開かれていると考えている。そういう点で、経営者の皆様方が自信と創意工夫の意欲を持たれて、これからも証券市場の発展のために、更に一層の活躍をされることを期待している。

行政当局としては、皆様方が自由に、自主的な判断のもとに行動できるような環境をつくっていくことが、基本的な役割であろうと考えている。

なお、本年10月には証券界において、アメリカに調査団を派遣し、新たな意欲をもって、アメリカの証券市場の動向を視察されるということであるが、日本の証券業界の前途を考えていくうえで、大きく役に立つ成果を上げてこられるように、私どもも期待している。

質 疑 応 答

(問) 先ほど証券会社の合併についてお話があったが、証券業界が、将来どのような推移を示すと考えておられるのか、そのあたりの展望についてお伺いしたい。

(答) 証券業界の姿が、将来どうなっていくのかということは、率直

にあって、当局としても的確には描きにくいわけである。

ただ、合併というような問題と関連して考えていくと、経営者が、更に経営の効率をよくするために、例えば合併をするのがよいという判断に立った場合には、そういう方向に進んでいただければよいと思う。また、現在の経営規模、体制で十分やっていけると考えられる場合は、特に地元の顧客に対する「きめ」の細かいサービスを中心にして、更に経営基盤を高めていくというような方策も十分あり得ると思う。

したがって、業界の姿として、一律にどういう方向に流れていくかというような問題ではないのではなかろうかという感じがしている。中小証券は、規模が小さいから経営の内容が悪いというわけでは決してないし、それぞれ創意工夫をこらして、管理体制を的確なものにしていけるならば、今後の証券界の発展のなかにおいて十分展望が開かれていくものと考ええる。

以 上

※

※

※