



証券市場をめぐる

諸問題と行政

大蔵省 証券局長 水野 繁

(はじめに)

私は6月1日付で証券局長を拝命し、まだ3カ月も経過していないが、いま御紹介があったように、昭和39年に証券局に勤務し、40年代の後半に再び勤務して、証券局の仕事は、今回が3回目ということになる。

主催者の言葉によれば、卒直な意見を言ってほしいということなので、証券局長の役職から離れた、個人的見解にわたる部分についてもふれるかもしれないが御容赦願いたい。

私が初めて証券局で仕事をした39年から42年にかけては、制度的には、免許制の採用や証券局の設置等が行われたが、当時、証券界は前代未聞の恐慌の時代であった。その3年間で私が最も感銘を受けたことは、証券業務課において、本当に皆さん方が敢然と苦難に立ち向っていかれる姿を直に拝見したことである。そのことは、それ以来、私自身が大蔵省で仕事をするうえで、非常に参考になっている。その当時、悪戦苦闘されて生き抜いてこられた方々——まだ現在もおられるわけであるが——その方々の姿が、一人一人まだ目に浮かぶようである。当時休む暇なく昼夜心血を注いで、経営に努力された方々の姿が、非常に印象的であった。私自身、その後、仕事上壁にぶつかる度に、そのことを思い

出し、弱音をはいてはいけなと考えるようになった。

証券行政という、時によってはおせっかいな母親のようなところがなきにしもあらずという感じを外に与えることもあるが、投資者保護という観点から監督行政は、今後も続いていく。しかし、早く監督行政を発動させる必要がないような業界になることを願っている。投資者の存在しない証券業界はあり得ない。証券業界から投資者が離散すれば、業界は存続し得ない。投資者をおろそかにすることは、自殺行為であると思う。したがって、行政が介入する前に、当然のことながら業者自身で自発的に、長期的な視野に立って証券会社の営業を進めるのが当たり前であると思う。

証券行政としては、単に監督行政に止まらず、業界内の会社間の関係、他業界との関係、さらには経済全体との接点の問題等、種々調整すべきことがあるが、基本的には証券業界の方々は、かつての経験を生かして、自らの才覚を発揮し、投資者、相手方の立場を充分に尊重しながらできるだけ自由に、活発に発展するのが望ましい。行政はでき得るならば脇役に回りたいと思っている。

私としては、現在、三回目の勤務というので、証券局あるいは証券業界に帰ってきたという気持ちではあるが、まだ局長就任後日が浅く、実態を把握していない点もある。実態を踏まえない行政は、無益よりも有害であろうと思うので、実態面に関する注文については、直接又は担当者を通じてでも御連絡願いたい。

本日は、第一には、決算指導、第二には、世間は証券業界をどう見ているかということについて述べたい。

1. 9月期の決算指導について

現在、皆さん方の頭の中の8割は、9月期決算のことで占められているかというように聞いている。先ほどの植谷会長の御挨拶の中でも、「業

績は急激に悪化しており、深刻な状態である。」ということをおっしゃっている。我々としても、協会から「9月期決算について適切な配慮をしてほしい。」という要望を受けており、何が適切であるかを含めて、今鋭意検討中である。現在のところ、詳細についてまだ結論が出ていないが、局内で個別の会社の内容も考慮しながら、種々検討している。

本年9月期の決算については、財務局監理会社の6月末までの実績、本省監理会社については、7月末までの実績に基づき、現在、作業を進めているが、当期利益は前期を大幅に下回る見込みである。東証一、二部の1日平均売買高は、前期は3億8,400万株であったが、今期は、2億7,100万株と、約30パーセントの落ち込みを記録しているため、委託手数料も全体で20パーセント近い減少である。債券売買営業の成績は好調だが、株式部門の不振をカバーするまでになっていない。販売費や一般管理費は前期並みの水準にあり、出来高が少ないにもかかわらず、減少していない。以上が原因で、当期は減益となろう。

しかし、決算までにはまだ1カ月ほどあるので、その間の株式・公社債市場の動向等で結果は随分違ってくるだろう。この1カ月は非常に大事な時期である。先ほどの数字は一つの見込みにすぎないので、そういう前提で考えなければならないが、いずれにしても決算が相当厳しいことは確かであり、これは我々も承知している。

そこで、今期決算の指導方針についてだが、証券業は、安定性という点では、かなり難しい業種である。市場相手の業務であり、金融に比べて、事故も多いということからそうなるのである。40年頃、課長補佐時代に私は、「ともかく財務体質を改善してほしい。そのためには内部留保を厚くしてほしい。」ということをおっしゃるのを、証券会社の方々に申し上げてきた。それがこれまでの決算の基本であったと思う。ただ、長年の御努力の結果、現在は蓄積ができてつあるの、決算に当っては、ある程度会

社の自主的な判断を拓げてきているようであり、今期の決算においてもやはりその方向で考えたいと思う。減益の幅は大きいですが、過去の蓄積がある程度できてきているので、従来より弾力的に考えたい。

また、現在の業況そのものが、来期以降も続くのかどうかということ、考え方は随分違って来る。現在のような状況が将来も続けば、証券会社の経営そのものを含めて、根本から考え直さなければならないと思う。そのところはまだ見極めがつかない。したがって当期は、弾力的に考えるとしても、今後もその考え方を踏襲していくかどうかについては、まだ白紙である。

今期の決算指導においては、通達や省令の全面改正まではまだ考えていないが、基本的には、経営者が自らの責任と判断において配当政策を検討するのが適当であると感じている。もちろん財務内容が悪い会社については、それ以上の社外流出は困難である。財務内容の良好な会社については、会社の責任と判断で、ある程度の配当を続けていただければという感じである。今の状態を、一時的な減益と見るのかどうかという問題はあがあるが、会社の財産状態自体が悪くなっている場合は別として一時的な減益だけを理由に配当の制限又は無配を指導する意図はない。むしろある程度弾力的に対処したいと考えている。具体的な問題については、証券業協会から「適切な配慮をしてほしい。」という要望があったので、世の中の常識を加味しながら今後の証券業界についての考え方を含めて、もう少し時間をかけて検討して、結論を出したい。かたくなに従来の決算指導を固執するつもりはないということまでは現時点では言えるが、具体的な問題については、まだ検討を要する。

2. 外からみた証券業界について

第二に申し上げたいのは、証券業界を世の中がどう見ているか、世の中は証券業界に何を期待しているかということについてである。

(1) 証券業界の地位の向上について

まず第一は、証券業界の地位の向上についてであるが、業界の地位は、近年、国内的にも、国際的にも著しく高くなったと思う。例えば、株式の売買高は、昭和40年には、4兆円に過ぎなかったが、56年には49兆円になっている。さらに、債券の売買高は、40年当時は、債券業務がほとんどなかったため、年3兆円弱であったが、56年には300兆円になっている。参考までに、GNP（名目）は、40年が33兆円、56年が252兆円と、7.5倍の伸びとなっている。他業種については、鉄鋼は40年の4,100万トンが56年には1億300万トンで約2倍。自動車は40年の188万台が56年には1,111万台で約6倍。電気機器は、40年の1.6兆円に対し56年には14兆4,000億円と8.6倍となっている。

経済一般の話をする場合、日本経済が伸びた、あるいは優良業種が伸びたということがよく話題になるが、私が「この20年位の間で日本の国内で一番伸びてきたのは、証券業界だとは思わないか。」と述べると「なるほど」という人が多い。それだけ証券業界は大きくなってきている。これについての評価だが、時流に乗ったという見方のほかに、時流に乗っているだけではなく、本当に額に汗流して努力されてきたという評価を受けている。これが、世評である。

しかし、その反面、もう弱い業界ではないのであるから、大所高所から身を処してほしい、業界エゴに固まらないでほしいという要望が出てきている。学者や報道界の人たちの間には、「証券界は大きくなったけれども、大人ではない。」という言い方をする人がある。彼らは、むしろ好感をもってそう言っている場合も多いのである。ひたむきに自分の仕事をしているということについては、非常に高く評価しているのである。

大蔵省が、経済政策、財政、金融政策を考えるときに、こういう措

をとったならば、世の中はどう受けとめ、どういう政策効果を期待できるかを想定するのであるが、その中で、証券業界は、どう受けとめ、どう考えて動いてくれるだろうかということが必ず検討されているのである。ともかく、証券業界の意向は無視できない、これが事実である。

したがって、証券界の方々に対しては、その地位が非常に向上したことを是非忘れないようにお願いしたい。日本の地位自体が世界の経済の中で非常に高まってきている。日本のGNPは世界のその10パーセントを越えている。かつては、日本はアメリカのかわいい弟であったが、今や、アメリカの競争相手になっている。その日本経済の中で証券界の地位は相当高くなってきている。この点は、十分念頭に置いていただきたい。それだけに期待も大きくなってきている。これが、世の中から見た証券界の地位の問題である。

(2) 金融・証券市場のあり方について

次に金融・証券市場の今後についてだが、金融・証券市場といえども実体経済から遊離したものではない。そこで今後、日本は、高度成長を遂行していけるかどうかという問題であるが、供給面ではいろいろな制約が生じている。すでに、石油価格が高水準にあり、技術は模倣だけでは発展しなくなってきている。また、需要面でも制約が出てきている。日本経済の拡大のために輸出を増加すれば、外国の失業率が上昇し反感が生れる。そのほか、国内の経済自体が豊かな経済になってきている。中小企業の統計によれば、繊維と食料品の2つが中小企業分野において30パーセントを超えるウェイトを占めているが、その繊維の伸びは昭和50年を100として、110までいったことがない。常に100から110の間を往き来しており、10年間で10パーセントも伸びていない。食料品は、もう少し伸びているが、それほど目覚ましいものではない。115ぐらいまでいくことはあるが、また下落する。結局豊かな経済になって、そう

そう伸びるということにはならないのである。どちらかというところからはサービス部門が伸びていくであろう。物に結びついた経済というのは、どこまで成長していくか疑問がある。

したがって、経済の方は、供給の面からも需要の面からも、従来のように高度成長にはならないのではないかという問題がある。無理をすると、インフレになるという状態の中で、これから実体経済をどのように運営するかというのが、国の将来を左右する非常に重要な問題である。

もう一つ、金融市場、証券市場の問題がある。国内での金融市場、証券市場における重要な問題をごく大ざっぱに二つだけ挙げれば、一つは2種類の「コクサイ」の問題である。つまり、国際化の問題と国債発行量の多い金融・証券市場の問題である。これを金利面の観点から捉えると、自由化の方向に進まざるを得ないだろうという感じがする。それからもう一つ、国民の金利選好の高まりは、日本有史以来のものであるが、この傾向は当分の間続くだろうという感じがする。

インターナショナルの面の自由化は、一昨年の12月、外為法の改正によって、アメリカの高金利が日本の市場に直接影響を与えるようになり、債券の価格が下落し、利回りが上昇するということになった。国内の実体経済から言えば、資金需要がないわけであるから、国内的には、金利はむしろ下がっていいはずである。貸出金利が下がるような状態であるならば、預金金利も下がっていいはずである。しかも物価は落ちついている。下がっていいはずであるのに、外国の高金利の影響を受けてそこにギャップが出てくる。金融政策で一番頭が痛いのは、この点である。

実体経済と金融政策の結びつきをどうするかは難しい問題である。市場では8パーセントの債券でなければ売れないのは事実である。7.5パーセントの債券を発行して販売した場合には、皆さん方に赤字を負担さ

せる結果となる。しかし、2～3パーセントの物価上昇率（卸売物価は、1パーセント台）の中で企業が8パーセントの債券を出して金利を負担すれば、経営は非常に難しくなる。また、国際的に問題があるからということで、預金金利も含めて全部の金利を上げると、少ない資産しか持たなくても、預金金利で暮らせる人が多数出現して、勤労心を失わせる結果になるということを心配する人さえある。さらに、国債の消化が困難であるため、日銀引受にすれば、インフレを惹起するということの問題になる。市場は大事である。市場の原則に反するような形で無理をすれば、いろいろ問題が生じ、市場を破壊するばかりではなく、経済を混乱させる。

その対策については必ずしも名案がないが、とにかく、人為的に金利の引上げ、引下げをしても物事は捗らない。さりとて、市場の論理だけに従うことができないのは、国内経済の実体が金融市場の独走を受け入れないのである。そのギャップを埋めるところに政策面でいろいろの苦労があるということを御承知願いたい。

証券局は、市場だけに頼って必ずしも「自由化」、^①「自由化」^②という旗をふれない場合がある。市場は大切であるが、そのギャップも考慮しなければならない。証券・金融市場といえども、経済全体の中に存在している以上、全体の動きを見ながら考え、営業も進めていただきたいと思っている。

(3) 機械化の進展について

それから、もう一つの大きな問題は、機械化の進展の問題である。これは、証券界に限ったことではないが、機械化の進展は、金融・証券市場の態様を大幅に変えていく可能性があると思う。しかし、今後の変貌は誰にも完全には見透せないというのが現状である。

証券・金融市場には、片方に、資金の需要者である国や企業、他方に、

資金の供給者が存在するが、これは個人が多い。証券会社は、この間を仲介しながら、株式等を売買していくのであるが、このサービスは、正確で迅速であることを要求される。「正確、迅速」ということは、非常に機械に乗りやすい事柄である。機械化の進展は営業面に相当な影響を及ぼすことが予想される。競争の問題を含めて非常に困難な問題が起こり得るのではないかと思う。しかし、その全貌はまだ見きわめにくいのが現状である。

したがって、我々も勉強するが、皆さん方もこの問題を御注視願いたい。機械化そのものは画一的に行うとしても、営業の点については、各社それぞれ独創性を生かし、特色を出すよう努力される必要があると思う。如何なる特色を打ち出すかについては、これこそ、まさしく経営者の考えるべき問題であろう。我々としては、各社が特色を発揮するということであれば、当局の承認にかかっているものについては、なるべくスムーズに認めていきたいと考えている。

このところ、スポット投資信託等が有利な金利商品として販売されているが、こういうものについても、当局は、前向きに処理している。皆様方におかれては、機械化のもとで新商品を開拓し、しかも顧客の心を繋ぎ止めるために、各社それぞれ特色を出して営業を進めていってほしい。その際に必要な場合には協力する考えであり、さらに全体との関係を見ながら調整を図っていきたいと考えている。

(4) 信頼される業界となるために

次に申し上げたいのは、信頼される業界になってほしいということである。これは、従来から私が常に願っていたことであり、証券局としても、このことは今後とも皆様方に強く求めることになる。信頼されるということの内容は二つある。一つは、財務面の問題であり、もう一つは、営業姿勢の問題である。

① 財務体質の一層の強化等について

財務面については、先ほど申し上げたように、以前と比べると、平均して、相当改善されてきていると思う。当期は減益であるが、当期の業績の悪さをそう心配なく受け止められるほど、財務内容が良くなってきているという感じがする。

ただ、次の懸念がある。全体で見ると、証券会社の販売費、一般管理費は、もうすぐ1兆円を超える。先ほどふれたように、株式や債券の手数料収入が減少したのにもかかわらず、販売費、一般管理費は減少していない。もう一度この点を見直してもらいたい。現在、証券会社の販売費、一般管理費は、東証1日平均売買高3億8,000万株以上の基準でペイするようになっているが、今後そういう好況が継続するかは必ずしも明らかでない。

さらに、もう一つ事故の問題がある。56年9月期の財務局所管の200社で見ると、事故1件当りの金額は3,200万円という数字になっている。1件の事故が起こると、平均で3,200万円ロスが生じているということである。ところで、外務員1人当りの当期利益は94万円であるから、事故が1件起こると、そのロスをとり戻すために34人の外務員がただ働きすることになるのである。事故については充分警戒して欲しい。

それから、財務面で信頼されるために、寄託証券補償基金を、充実させていく必要があるのではないかということを、漠然とではあるが、考えている。そのようなことも、外部からの信頼の基盤を作るための投資として、十分役立つのではないかという感じがしている。それが実際に使われるようでは困るが、信頼を作り出すための投資として考えられないかということである。これについては、場合によっては、協会と相談していきたいと思っている。

② 営業姿勢の一層の適正化について

次に、営業姿勢の一層の適正化の問題である。これについては常に注意を喚起しているところである。

証券会社の特色は、有価証券すなわち価格変動商品を扱っているところにあると思う。価格変動商品は、投資家はその価格変動のリスクを負担するのが当然である。証券界は、「投資家の自己責任原則」というものを、もっと強く打ち出してほしい。」と主張しており、投資家が価格変動商品であることを承知して買っているのであるなら、ロスは当然投資家が負うべきであると思う。利回りが有利であって、なおかつ元本が保証されているような商品が世の中にあれば、それは売れるはずであるが、そういうものは、あるはずがない。利回りが高ければリスクも投資家が負担するというのは、当然のことであろう。しかし、その問題が出るたびに、我々は営業姿勢を問題にしている。その一つは、有価証券投資の過度の勧誘である。勧誘の方法は相手によって違うはずである。証券会社の方々が「この株は上がるから買いなさい。」と言っても信頼しない人もいるし、逆に、「この株は上がると思いますよ。」と言ったら、「上がると言ったから買ったんだ。」という人もいる。勧誘の仕方は、相手によって、すべて違ってくるので非常に難しい問題であろう。勧誘の仕方は、昔に比べると随分改善されたと思うが、やはり現在でも問題は残っているようである。

例えば、「この株は上がると思いますよ。」と言ったあとで、「しかし、その判断はあなた自身でなさるのですよ。」ということを顧客に納得させれば、自己責任原則は貫徹できるのだが、そのところを如何にして顧客に理解してもらえるかが問題である。自分で責任をもって購入したことをすべての投資家に認識してもらうことは極めて困難であろうが、結局投資家のためにもなることなのである。しかし、そ

の前に「絶対に大丈夫ですよ。」「場合によっては補償しますよ。」というような言葉が一度でも出てしまうと、勧誘そのものがおかしくなる。将来を考えて、証券市場を健全に育てていくために、健全な投資家を育ててもらよう今後とも御注意願いたい。

更に世の中には、市場の価格そのものを、証券会社が操作しているという誤解が、いまだにある。相場というものは、そういうものではない。外為市場等を例にあげれば、大蔵省や日銀が歯ごしりしても、260円まで下落する。新聞には例えば、昨日は6億ドル介入したという報道が載る。6億ドル＝1,500億円が投入されたが、それでも価格が上昇しないのである。したがって、市場全体の形勢を証券会社が動かせるわけではない。ただ、特定の銘柄が動く時に問題が起こることがあるし、それが世の中に信じられているということである。その反論の立証はなかなかできない。それだけに、市場での価格のつけ方や勧誘の仕方については臆病なほど正直であってほしいと、考えている。誤解を解く術がないなら、「瓜田に履を納れず。」「李下に冠を正さず。」、ということであろうと思う。価格について不信をもたれたら、健全な投資家は、証券市場から離散する。私は、証券会社が不信をかうようなことを行っている、と述べているわけではない。しかし平素から、価格形成及び勧誘については不信な行為をしていない、と世間の理解を得られるような態度が必要であるとは考えている。

時価発行公募増資についても、とかくの批判がある。私は時価発行後の公募価格割れという現象は、時価発行が多過ぎたからだというようにだけはとっていない。種々経済情勢が影響することもある。しかし、これについても、「時価発行を行う際強引過ぎたのではないか。」という批判に対して、「そうではない。」という立証が難しい。したがって、慎重を要するときには、慎重であるべきで、それによって証券

市場、証券会社に対する信頼を確立してほしいと考えている。

(む す び)

最後に私の夢を披露したい。

一国の経済の中には、信頼のおける業界なり、人なり、グループなりがぜひ必要である。それはある時は鉄鋼業界であったかもしれないし、ある時は銀行業界であったかもしれない。我が国が、世界の経済に伍していくべき、これからの時代に証券業界がそのような地位を占めてほしいというのが私の夢である。「証券界の誰々がこう言っているから、間違いない。」と思われるような業界になってほしいし、そのような人物が出ていただきたいと思う。そのためには、常に全体を見ながら、平素から信頼を受けるようにしつつ、しかも、自分自身が発展していくという形をとっていただきたい。このことは非常に難しいことではあるが、私は、あの辛い時代を立派に乗り越えてこられた業界の方々であるから、時間はかかるがそこまでいっていただけるのではないかと、考えている。一つの私の夢として申し上げておきたい。

質 疑 応 答

(問) 先般、累積投資業務の代理業務ができるように御配慮いただき、中小証券の業務分野が拡大されたことについてお礼申し上げます。

今後も新しい商品が、続々と開発されていくであろうと思うが、そのような場合に、中小証券においても大証券と同じような立場で、新商品を取り扱うことができるように、格段の御配慮をお願いしたい。

(答) おっしゃるとおりと考えていきたいと思う。新しい商品については、業界内での影響、他業界への影響等の問題もあるので逐次徐々に進めていきたいが、国民のニーズがある限りは、我々としても、関係方面の調整をはかりながら、新商品に対する承認を行っていききたいと思

う。その際に、「大証券であるから有利に、中小証券であるから不利に」というようなことは、毛頭考えていないので、何かあれば、私どもの方に言ってきていただきたいと思う。

（問）先ほど協会長の御挨拶にもあったように、本9月期は相当厳しい決算になるのではないかと考えている。この点、先ほど局長の御講話の中にも御配慮くださるということが出てきたので、まことにありがたく感謝申し上げる次第である。

すでに決算基準の緩和については、具体的な要望が、証券業協会から出ているが、諸般の情勢を御賢察いただき、本年の決算がスムーズにできるように重ねてお願い申し上げたい。

（答）決算の基礎には、実際の営業成績の良さ、悪さというものがあるわけで、その点について考えなければならないが、鋭意検討を進め、先ほど協会長がおっしゃったように適切な配慮をしていきたいと思う。

（問）先ほど局長から機械化の進展の問題についてお話があったが、私どもも機械化は避けて通れない問題だというように感じている。しかし、いろいろ考えてみると、不安要因もたくさんある。東証では60年から一部市場の大部分の銘柄を機械化するわけであるが、私どもも、地場業者が共同で機械化するということを、考えており、特に、注文の処理をどうしたらスピード化できるかということを、重点に考えている。東証の機械化は、各地取引所の機械化の問題にも繋がるが、こういう問題について早く結論を出していただけると、我々の対応もしやすいのではないかと考えている。

もう一つ、現在私どもが考えている機械化で今後対応して行けるのかどうかという危惧もある。先ほどお話に出た中国ファンドに代表されるような機械化商品、また、他企業とも結合したような商品も出てくるかと思うが、そうした場合に、私どもの考えているような機械化で大丈夫

だろうかという心配もある。

それから、そうした機械化によって、経費負担がかさんでくるのではないか、特に中小証券の店舗においては、不採算店舗も出てくるのではないか、というような不安も持っているが、そういう点、差し障りのない範囲でお話を承りたい。

（答）私自身局長就任後、一番初めに問題意識を持ったのは、この機械化の問題であり、目下、勉強中である。

先行きの見通しについては、先ほど申し上げたように、いろいろな展望がでている。例えば、金融機関では、ある程度の顧客の家庭には機械を設置してしまうことまで、想定し始めている。そうすると極端なことを言えば、店舗は必要なくなるということにもなる。ちょっと見当がつかないほどの変化が起り得るということである。東証の機械化は、ひいては、全国的な問題でもあるので、我々としても十分に勉強したいと考えている。他企業との協調ということが起り得るのではないかという点に関しては、証券業界の中自体でも、会社間の関係が相当変わってくるのではないかという気がする。機械化が金融、証券界に及ぼす影響というものは、ちょっとはかり知れないところがある。現在、まだ先行きの見通しがついていない状態であり、不安があるのはわかるが、不安があるのは証券界の方々だけではない。金融、証券界に携るすべての人が、これからどうなっていくのか、真っ向から取り組んでいかざるを得ない問題であるというように考えている。

以 上