

証券市場の発展をめぐる諸問題

1. はし が き

昨秋以降の金融緩慢化に伴つて、市中銀行の日銀借入依存度は低下し、いわゆるオーバー・ローンは一応是正の方向にあるといえる。しかし一方企業の実態についてみると、その資本構成は周知の通り依然としてオーバー・ボロイングの状態を脱していない。

経済の正常化が、単なる戦前復帰を意味するものでないにせよ、いやしくも経済の安定的発展の基盤を育成強化することを目途としている限り、企業の資本構成の現状には多くの改善を要する問題が残つていると考えられなければならない。企業の資本構成の是正をはかるためには、増資などにより直接自己資本の充実をはかると同時に、他人資本についても、長期的なものは安定的企業活動を営む上から社債の発行による必要があることはいうまでもない。

このような長期安定的資金を調達する場として証券市場の役割が問題となつてくるが、この証券市場をいかに健全に育成していくかをめぐる問題を主として金融の立場から考えてみたい。

2. 証券市場をめぐる金融経済の問題点

確かに日本経済の回復は目ざましいものがあり、国民所得や鉱工業生産などの主要経済指標は如実にそれを物語っている。またこれにつれて調達資金量も著しく増加しているに違いない。

しかし一方証券市場をみると、その回復は極めて遅れている。たとえば事業債発行高、株式払込金現在額（株式は資料の関係上東京市場に限る）について戦前、戦後を比較すると、昭和6年末にはそれぞれ27億円、36億円（東株上場会社払込資本金）となつていますが、昭和30年末はそれぞれ2,273億円、5,705億円（東証上場会社資本金）で戦前並に物価換算すれば4億6千万円、11億6千万円となり、これは戦前に比べ17%、32%に止まつている。もつとも、現在再評価積立金（昭

和30年末推定9,500億円）を加えた上場会社資本金は15,205億円となり、戦前並に換算すれば31億円で戦前比86%となる。

また、両者の合計を全国銀行貸出に比較すれば、戦前は70.8%であつたのに現在では26%にすぎない。このような証券市場の立ち遅れは、金融経済の面でいかなる問題を提起しているであろうか。

(1) 企業のオーバー・ボロイング

昭和30年下期における全産業の資本構成は、自己資本（再評価積立金を含む）が38%で、戦前（昭和8年上期）の60%前後に比べて、著しく他人資本依存のかたちを示している。さらに、比較的安定的な外部資金とみられる社債の他人資本中に占める割合は、昭和30年下期において6.7%で戦前の45.2%に比べて著しく少なく、他方長短借入金は昭和30年下期47%と他人資本のほぼ半ばを占めている状態である（戦前16.7%）。産業資金調達の上で銀行貸出の比重はまことに高いといわなければならない。このような資本構成は、戦後のインフレーション期には債務者利潤を取得して企業経理上有利な点もあつたことはいなめないが、一たび安定期または不況期になると金利負担が企業経理を圧迫し、また借入金の回収も急がれるなど、企業経営を著しく不安定にする傾向を有している。ちなみに、企業の固定比率（ $\frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本}}$ ）は最近で138%に達しており、さらに

第1表 全産業資本構成の変化

（単位は %）

	昭和8年上期	昭和26年下期	昭和30年下期
	%	%	%
自己資本	56.3	37.9	38.0
他人資本	43.7 100.0	62.1 100.0	62.0 100.0
社債	45.2	6.6	6.7
長短借入金	16.7	43.8	47.0
その他	38.1	49.5	46.3
固定比率	111 (82.2)	115 (103.3)	138 (124.6)

注 1. 昭和8年上期は三菱経済研究所「本邦事業分析」による産業会社（295社）、戦後は本行「本邦主要企業経営分析」による全産業（544社）の計数

2. 固定比率 = $\frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本}}$ カッコ内は $\frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本} + \text{社債}}$

常時固定すべき運転資金を考慮すれば、著しく不健全といわねばならない。

第2表 産業資金供給（増減）状況 (単位は %)

	外部資金合計	株 式	事業債	貸 出	自己資金
昭和6年	100.0	63.1	21.7	15.2	85.8
9～11年平均	100.0	80.4	0.5	19.1	103.5
21年	100.0	7.6	2.0	94.4	* 31.8
25年	100.0	6.2	8.4	85.3	* 67.2
29年	100.0	24.0	3.1	72.9	107.4
30年	100.0	14.2	3.9	81.9	—

注 1. 本邦経済統計による。自己資金は外部資金を100とする計数

(経済企画庁調)

2. ※印は会計年度

このようなオーバー・ボロイングとなつた理由としては、資産再評価が戦後必ずしも十分に行われなかつたこと、戦後の税制が銀行借入に依存するのを有利としたことなどがあげられる。しかし、より大きな理由は戦後の急速な復興に要する膨大な資金が、民間資金の蓄積が乏しいため、銀行信用や財政投融資によつてまかなわれたためであろう。しかし経済が正常化し、従来のようなインフレ的な復興過程ではなくなれば、オーバー・ボロイングの基本的要因は除かれるといつていいはずである。現に最近においては経営規模の拡大を極力自己資金に求め、借入依存から脱却しようという動きがある程度見られる。しかし現状では改善

の動きは捗々しからず、これを打開するには税制の改正もさることながら、証券市場の拡大に依存しなければならないところが極めて大きい。このようにして、現段階ではオーバー・ボロイング問題の焦点は証券市場の拡大にあると思われるが、その現状は後に述べるように必ずしも健全に発展しうる条件を備えているとはいいがたい。

(2) 金融機関の証券市場における地位

証券市場は発行市場、売買市場ともに総じて金融機関との関係なしにその機能を果すことはできない。しかし、わが国の金融機関は証券金融のほか、社債担保権の受託、債券の登録など証券市場にとつていわば補助的な役割を果しているばかりでなく、証券市場に対して大口の投資家としてあらわれているところに特色がある。

大口投資家としての金融機関の実状についてみると、銀行だけで昭和24年において新規発行事業債の91.3%を消化しており、この比率はその後漸減しているものの、昭和30年でも71.1%と依然として高い消化率を示している。最近個人の消化率が高まつているが、まだ銀行の消化力には到底及ばない（第3表参照）。ちなみに事業債の発行現在高に占める全国銀行の事業債保有額の比率は昭和31年7月末において72.3%で戦前（昭和6年末57.0%）をはるかに上回っている。

第3表 事業債消化状況 (単位 億円)

	長期信用銀行 及び都市銀行	地方銀行	信託銀行	その 金融機関	個人その他	小 計	資金運用部	合 計
	%	%	%	%	%		%	%
昭和26年	155 (39.6)	141 (36.1)	7 (1.8)	80 (20.5)	6 (1.5)	389	2 (0.5)	391 (100.0)
27	173 (37.9)	188 (41.2)	6 (1.3)	75 (16.5)	9 (2.0)	451	5 (1.1)	456 (100.0)
28	167 (34.6)	197 (40.9)	5 (1.0)	97 (20.1)	12 (2.5)	477	5 (1.0)	482 (100.0)
29	138 (36.6)	156 (41.4)	4 (1.1)	69 (18.3)	10 (2.7)	377	—	377 (100.0)
30	230 (31.1)	287 (38.8)	9 (1.2)	138 (18.7)	63 (8.5)	727	12 (1.6)	739 (100.0)
31. 1	28 (34.8)	25 (31.0)	1 (1.6)	14 (17.7)	12 (14.9)	80	—	80 (100.0)
2	37 (34.1)	32 (29.4)	2 (1.6)	20 (17.8)	19 (17.1)	108	—	108 (100.0)
3	10 (34.5)	9 (31.0)	0.6 (2.1)	7.4 (25.5)	2 (6.9)	29	—	29 (100.0)
4	23 (32.6)	19 (26.3)	2 (2.1)	12 (18.4)	15 (20.6)	72	—	72 (100.0)
5	20 (30.9)	17 (27.0)	1 (2.3)	11 (17.0)	15 (22.8)	64	—	64 (100.0)
6	23 (30.6)	19 (25.3)	2 (2.0)	12 (17.1)	18 (25.0)	74	—	74 (100.0)
7	—	—	—	—	0	—	—	0
8	25 (29.8)	20 (23.9)	0.8 (1.0)	17.2 (19.7)	22 (25.6)	85	—	85 (100.0)

注 1. 本行統計局調、経済統計月報による

次に株式の保有状況についてみるに、昭和30年3月末において金融機関（投資信託分を除く）は

総株式数の16.7%、個人その他は54%を保有しており、社債に比し金融機関依存の度は低いが、これを昭和24年度末において証券民主化運動などを映じて金融機関10%、個人その他69%であつたことと対比すれば、金融機関の持株比率が漸次高まつていることが窺われる。これは金融機関による企業系列化が進められつつあることを示しているものともいえるが、またその後の金融緩慢化によつて、金融機関が相当大幅に買い進んだことも見のがし難いところである。

第4表 所有者別株式分布状況

(単位 百万株)

	20年度	24年度	29年度
調査対象会社数	631	677	783
政府及び公共団体	36(8.3)	56(2.8)	41(0.4)
金融機関 (内投資信託)	49(11.2)	198(9.9)	2,212(23.7)
証券業者	12(2.8)	251(12.6)	660(7.1)
その他の法人 (内外国法人)	109(24.7)	111(5.6)	1,358(14.5)
外国人	—(—)	—(—)	142(1.5)
個人その他	235(53.1)	1,382(69.1)	5,056(54.1)
合計	443(100.0)	1,999(100.0)	9,348(100.0)

注 1. 大蔵省「株式分布状況調査」による。

2. 有力証券会社調査によれば金融機関の株式数は、総株式数に対し30年上期25.93%、下期26.07%と漸増傾向を示している。

なお、全国銀行株式保有額の上場株式時価総額に占める比率は昭和6年末4.1%、昭和30年末5%、昭和31年7月末5.8%となつており、銀行の直接株式投資は戦後株式市場に対して戦前以上のウエイトを有しているとみられる(第5表参照)。株式については、金融機関は事業債についてみられるほど、投資家として証券市場に直接大きくあ

らわれているとはいえない。しかしこのほか、いわゆる株式担保金融を通じて間接的に投資家としてあらわれていることは忘れてはならない。戦前株式担保金融は総貸出の20%以上にのぼり、証券市場の発展はこれに負うところが大きであつたといわれている。戦後は株価変動、銀行の資金事情などからさしだる額にのぼつていたとはみられないが、この種貸出が若干復活しているとはいえず、今後注目を要するものがある。

戦後証券取引法(昭和23年)が制定され、銀行、信託など金融機関は原則として株式、事業債の引受を禁じられ、証券業務と銀行業務とはつきり分離され、また独占禁止法(昭和22年)による制限が加えられている。しかし、金融機関の証券市場における地位は前述のごとく極めて高く、事業債の個人消化の漸増傾向にもかかわらず、証券市場は未だ大口投資家としての金融機関に大きく依存している実情である。

一方銀行預金に対する事業債、株式(参考、国債)の保有比率をみると、昭和30年末事業債5.1%、株式1.7%(国債1.9%)で戦前事業債14.8%、株式3.8%(国債18.8%)に比べてそれぞれかなり低下している。

金融機関の資産構成の流動化という点からみれば、有価証券の保有増加が必要であることは当然とされる。もつとも、現在有価証券といつても、その対象となるものは差当り事業債および短期証券に自ら限定されると思われる。しかしながら、有価証券市場の拡大がもつばら銀行の有価証券保有増というような方向のみから押し進められる場

第5表 全国銀行の株式、事業債保有状況 (カッコ内は対預金比率) (単位 戦前百万円、戦後億円)

	昭和6年末	29年 末	30年 末	31年7月末
預 金	10,603 (100.0)	26,966 (100.0)	32,940 (100.0)	35,697 (100.0)
株 式 (A)	398 (3.8)	399 (1.5)	552 (1.7)	811 (2.3)
事 業 債 (C)	1,565 (14.8)	1,527 (5.7)	1,694 (5.1)	1,764 (4.9)
上 場 株 式 時 価 総 額 (B)	9,739	7,822	11,019	14,101
(A)	4.1	5.1	5.0	5.8
(B)				
事 業 債 発 行 現 在 高 (D)	2,746	2,008	2,273	2,439
(C)	57.0	76.0	74.5	72.3
(D)				

注 1. 上場株式時価総額は東証調。

2. 預金は手形、小切手を除いた実質預金、戦前は昭和6年下期、普通銀行実績より推定。

3. 事業債は戦後金融債、公社債を除いたもの。

合、それで証券市場が十分な形で拡大されたといえるか否かはなお問題であろう。むしろ、証券市場は後述のごとく一般投資家を中心に拡大され、増加証券の一部が金融機関に流入するという順序が望ましいと考えられる。

3. 証券市場の健全性と金融との関連

前述の通りわが国の市中銀行は短期資金のみならず株式、事業債の保有などを通じて長期資金をも供給している。その資金源となるものは長期の定期性預金であるとすれば、一般投資家が金融機関を単なる媒介として証券投資を行つている形ともいえよう。しかし間接投資ということは、決して投資の技術的な経路という問題ではなく、直接投資とは種々の実質的差異をもっているといわねばならない。

(1) 証券投資と証券利回り

証券金利、とくに事業債の利回りは金融緩慢化に伴い数次にわたり引下げられ、7月に行われた起債条件の自由化後はほぼ年8.17%（一流事業債発行者利回り）で落着いている。（昭和30年1月に比べ年3.22%低下）。しかし起債自由化後においても、起債条件は総じて大口消化先たる金融機関の立場を中心として決定される傾向にあり、勢い応募者利回り（現在年7.35%）も銀行の資金コスト（昭和30年下期普通銀行預金コスト年6.67%、都市銀行年6.48%、地方銀行7.05%）に制約されることとなる。

このこと自体は現状からみてやむを得ないことであろうが、証券市場の性格が直接投資に重点がおかれるようになれば、むしろ事業債などの応募者利回りは定期性預金金利（現行半年もの年5%、1年もの年6%）を一つの基準とすることとなり、場合によつてはそれだけ事業債などの発行者負担が軽減され、ひいては社会全体でみた資金調達コストが低下することもあり得よう。

また事業債などへの直接証券投資の活発化は後述のごとく、証券流通市場の整備をまたなければならないが、その流通市場が整備され、多数の直接投資層を中心に取引が活発化すれば、事業債などの利回りも、現在のごとく発行当事者間の話し合いによつてではなく、資金の需給を反映した市場

の実勢に応じて客観的に形成されることとなろう。また流通市場の整備は証券投資を実質的に短期化することとなり、その金利は比較的短期の預金金利にさや寄せられる可能性もある。

(2) 証券投資と貯蓄形態

金融機関が受入れた預金をもつて証券投資を行つても、預金者が預金をするかわりに直接証券投資を行つても、経済界全体として蓄積資金が生産に充てられる事実には相違はないようにみえる。また個人が預金を引出して証券を購入しても、全体としての貯蓄額が変わるわけではなく、その代り金は発行会社を通じて銀行預金に預けられることになろうから、銀行の資金が積極的に減少することもない。

しかしながら、これを貯蓄形態の相違に伴う貯蓄の安定性という見地からみると、かなりの相違が看取される。もし間接投資のみ盛んであれば、その源泉になつている定期性預金といえども証券より期限が短いのが通常であるから、もし何らかの事情により預金引出の気運が強まるならば、国民の追加購買力に転化されることも考えられ、経済情勢に対して大きな影響を与えることともなる。定期性預金が、欧米で通貨に準ずるものとみなされる場合が多いのはこのためであつて、定期預金と証券とでは、貯蓄の安定性という点でかなりの開きがある。また短期預金の場合は一層不安定であることはいうまでもない。

さらに中央銀行は信用制度の保持育成という見地からも、銀行の預金払戻資金が不足する場合、それに対して追加資金を供給せざるを得ないであろう。

それに反して直接投資の場合は、銀行預金の引出しがなく、投資家が証券を売却して購買力化しようとしても、証券市場による価格変動作用を通じて調整されることになろうし、また金融機関が個人に対して、証券担保金融を行わない限り、新たな追加信用は供給されまい。金融調整の見地からみて、預金の引出しは防止しえなくても、貸出の増加を抑制することはできるはずである。

わが国の証券市場においても、本年4月以降社債流通市場の再開を契機として、また5月に創設された政府短期証券の公募に伴つて、漸次直接証

券投資の傾向がみられるようになっていく。このような傾向が急激に強まるような情勢にはないが、方向としては証券市場の規模を堅実に拡大するものであるのみならず貯蓄の安定性、ひいては銀行信用の問題にも関係するものとして、その推移が注目される。

(3) 証券投資と公開市場

直接証券投資が盛んになれば、不特定多数の投資家が集まって、狭義の金融市場とは一応別個の公開的な証券市場が形成されることとなる。これに対して間接投資であれば全く逆となることはいうまでもない。このような相違は資本市場の大きさや安定性に大きな関係があるばかりではなく、金融政策の見地からも見のがし難い問題を提起する。

本年5月に創設された短期証券の公募制度によつて、財政資金を直接民間資金でまかなう道が開かれたが、法人、個人の余裕資金が証券会社を通じて小額ながらも短期証券の購入に向けられているといわれる。このように銀行以外の法人、個人などの短期証券保有が、将来漸増していくこととなれば（現状ではまだ理想にほど遠いが）、証券市場は中央銀行が短期証券を対象とした公開市場操作を行うにふさわしい性格を具備することとなる。何となれば公開市場操作は、銀行との相対取引によつてではなく、市場を通じて銀行以外の不特定、多数の証券保有者を対象として行うことによつて初めて能動的な信用調節手段となり得るからである。換言すれば市場を通じて短期証券を売買することによつて、取引先金融機関の意思いかんにかかわらず市場資金の量を調整することができ、また人為的な証券価格ではなく市場で客観的に形成される価格によつて取引することができることとなるからである。

事業債などについても、直接証券投資傾向が戦前に比すれば未だ低調たるを免れないにせよ、最近かなりの程度に達しつつあるものとみうけられる（第3表参照）。試みに戦前における個人の直接証券投資の状況をみると、確実な資料はないが、大正末期から昭和にかけてはかなりの個人応募があり、満鉄、東拓のごとき超一流債や五大電力債などについては個人応募が相当部分を占めたとみ

られている。たとえば昭和7年発行の満鉄第33回社債の公募額20百万円に対し、個人申込分は申込総額58百万円中57.8%を占めていたといわれ、一流社債についてはほぼ4割以上の個人消化があつたとみられている。このような方向に今後漸次進んでいくとすれば、証券市場は本格的な資本市場として拡大されていくこととなり、オーバー・ボロイングの解消もこういう基盤の上に立つて初めて全きをうるものと考えられる。

4. 今後の証券市場

前述の通り証券市場の狭隘、特に金融依存傾向は多くの問題を含んでいる。これを一言にしていえば、企業のオーバー・ボロイングと直接証券投資の不振ということであろう。このような事情は、単に戦後の特殊事情のみに基いたものではなく、さらにさかのぼつて、明治以来のわが国経済発展の特殊事情に基因するところが大きい。従つてこれの急激な改善は到底期待できないかもしれないし、また余りに人為的な正手段は弊害を伴い易い。しかし望ましい方向は自ら明らからであり、今後の証券市場について考えておかねばならぬ問題は少なくない。

(1) 企業側の資金調達態度

わが国の企業は明治以来金融依存の風が強い。先進諸国に伍するためには、産業界として国民の本源貯蓄にまづ余裕なく、勢い銀行信用を仰ぐこととなつた。一方興業銀行など特殊銀行や財閥銀行はこれに対し積極的な役割を果たしてきた。また戦時中銀行に資金を集中して一括して資金の配分を規制したこと、戦後の復興に際して、いや応なしに銀行信用に依存したことなどがこの傾向に大きく拍車をかけた。

こうして醸成された企業の資金調達態度は、ただに証券市場の役割を低下させたのみならず、自らの経営の安定性、自主性をともすれば失わされてきた。しかも、企業の銀行依存の風は企業の投資態度ひいては経営方針をとにかく安易に流れさせていることもいふまでもない。資金調達につき自己資金とか証券市場の動向という客観的な基準が薄らぐときは、行きすぎた投資であつてもこれを制約する作用に乏しく、いたずらな競争投資を生み易い

であろう。国民経済全体の安定性についても、重要な問題といわねばならない。

要するに長年の惰性はにわかに改め難いであろうし、また税制などの改正にまたねばならぬ面もあろうが、企業自体の健全経営ないし資本調達の健全性回復が望まれる。

(2) 投資層の問題

元来間接投資は零細な投資家の資金をプールし、あるいは投資に関する知識、経験の欠除を補うところに意義があり、わが国の現状では未だ銀行を通ずる間接投資によるべき面も決して少なくはない。

このような現在における直接証券投資の不振は、戦後の経済民主化政策により所得の配分が比較的均等化し、したがって貯蓄も細分化されたことにもよるといえよう。その限りで間接投資の傾向は当然であろう。しかしながら漸次所得水準の上昇に伴い、貯蓄率も向上し、(昭和30年5%、昭和29年3.6%、昭和28年2.9%、勤労者世帯家計収支による)、また投資家の貯蓄残高は相当累積してきているとみられるので、今後の直接証券投資の推移にはある程度の期待がよせられよう。経済の安定に伴い、証券利回りに対し敏感になつていることから、証券投資の採算と健全性いかによつては更に個人投資が促進されるかも知れない。なお、相当まとまつた資金が銀行の定期預金などに預入されつつある事実(50万円以上長期預金の過去2年間増加額2,774億円)もいなみ難く、証券市場の整備と相まつて、漸次これが市場資金化することも考えられる。仮にその増加分の一部が証券市場に移転したとしても、預金全体の増勢からみてさしたる問題ではなく、そういう傾向に対してこれを阻止すべき理由はあるまい。

第6表

(単位 億円)

預金者別	50万円以上 100万円未満	100万円以上 1,000万円未満	1,000万円 以上
法人	601 (458)	3,220 (2,176)	1,767 (1,061)
個人	439 (194)	414 (153)	14 (5)
無記名定期	530 (551)	1,290 (927)	74 (50)
合計	1,570 (1,203)	4,924 (3,256)	1,855 (1,116)

注 1. 昭和30年9月末における全国銀行長期預金中50万円以上の大口預金調(カッコ内は28年9月末)

2. 本行統計局調「預金者別預金統計調査」による。

(3) 市場の整備

企業側および投資側の態度がいかに証券の公開市場を求めても、市場自体の整備がなければ実が挙がらないことはいうまでもない。戦前、すでに明治11年株式取引所が創設されたにもかかわらず、必ずしも直接投資の実が挙げなかつたのも、一つには市場に投機的色彩が強く、その結果投資家をして銀行預金を選ばせることになつたためであろう。

戦後、株式市場は漸次健全化の道を歩んでいるが、今後の改善を期待すべきところも少なくない。また社債などを一般投資家が安んじて購入し得るためには、社債流通市場が整備しており、市場で客観的に形成される価格で何時でも容易に換価処分し得る態勢になければならない。しかるにわが国では社債流通市場は、本年4月に再開されたが、未だ取引は不活発で、価格も真の実勢を反映するまでに至っていない。

もちろん流通市場は自然に形成されるべきものであるから、無理にその発展を計るといつたことはさげなければならないが、少なくとも流通市場の円滑化を妨げている障害を取除く努力は払う必要がある。たとえば社債などの本券発行の促進(現在本券発行は発行額中1~2割)、証券業者の社債買持ち資金の調達などについて一段の工夫が必要であろう。

また、市場の整備についてはその中心ともいふべき証券業者の信用度がさらに向上し、証券市場が単なる投機場ではなく、健全な産業資金調達場として発展していくことが前提条件である。証券業者の資力充実ひいては業務機能の健全な拡充なくして市場の発展はありえない。

たとえば、全国証券業者の平均資本金は昭和31年3月末15百万円程度でこれは全国銀行の平均資本金に比べて2.5%にすぎない。もつとも銀行業務と証券業務との相違からくる隔差は当然認めなければならないので、前記の計数のみによつて比較するのは早計であろうし、また戦後一部証券会社の資力や社会的信用はかなり充実してきているが、大勢からみて証券業者の現状は問題なしとしないであろう。