

2 内国為替集中決済額は決済入金額をとつた。なおその中には単純な金融取引等をも含んでおり、その分層が不可能であるが、前記の如く送金小切手の中には一般取引に伴う分もあるに拘らず分層不可能で全額控除してあるから兩者の不都合は概ね相殺されると見てよからう。

以上の現金通貨並に預金通貨の残高並に回転率により本文掲載の表の如く流通通貨の残高、回転率並に流通通貨総量の推算が可能となる。(藤 井)

金融機構の再編成と証券市場に 対する金融界の役割

昭和25・4・1

目 次

- 一、戦前に於ける我が国の金融機構
 - (1) 証券市場の未発達
 - (イ) 発行市場
 - (ロ) 売買市場
 - (2) 金融機構に於ける銀行の圧倒的優位性
- 二、金融機構の再編成
 - (1) 経済民主化の一環としての証券民主化
 - (2) 金融市場と証券市場との分離
- 三、証券市場の現状
 - (1) 証券民主化の現状
 - (2) 資本市場(発行市場)の現状
- 四、現下の証券市場に対する金融界の役割
 - (1) 金融界による援助の必要とその限界
 - (2) 証券金融対策
 - (イ) 株式市場対策
 - (ロ) 起債市場対策
 - (3) 金融債の発行

五、むすび

一、戦前に於ける我が国の金融機構

(1) 証券市場の未発達

(イ) 発行市場

明治維新以降我が国の金融機構は欧米先進諸国に倣い、銀行、株式取引所等の諸制度を整備すると共に、長期企業資金調達面に於ても株式、社債の方式を採用した。即ち明治五年十一月米国の制に倣つて国立銀行条例を發布し、更に十五年十月日本銀行を設立して兌換銀行券制度を確立する一方、国立銀行の廃止に伴い二十三年八月普通銀行条例を公布し(二十六年七月施行)銀行制度の確立を圖つた。他方株式取引所に付ては明治七年十月株式取引条例、十一年五月株式取引所条例を公布し、之により十一年五月東京及び大阪の両株式取引所が設立された。又株式会社制度に付ては関西鐵道會社(明治四年)王子製紙會社(明治六年)等が相次いで設立せられ、特に国立銀行条例は資本の証券化を明確化した、株式會社制度が著しく普及したのは明治十三年の産業官営方針の拋棄以後に於てである。而して二十三年三月旧商法の制定により株式會社に關する一般法が定められた。又社債に付ては右旧商法に基く法律「商法第二百六条ニ依り發行スヘキ債券ニ關スル件」が制定せられ、明治二十六年より實施されたが、之より先二十三年四月大阪鐵道會社が社債を發行した。

右の如く日本銀行を中心とする金融市場と証券取引所を中心とする証券市場とは制度として一応整備されたのであるが、資本蓄積の甚だしく遅れていた當時の我が国の特殊事情の下に於ては、國民の貯蓄は主として信用の大きな銀行等金融機関に蓄積され、直接株式社債に投資されることは少なかつた。即ち國民貯蓄の大半が零細であつたため株式投資の最低單位にも達しなかつたことは、郵便貯金、明治八年開始以來二十六年迄に二百六十万円の増加を示し、貸出業務を営む銀行の二十六年末預金残高四百万円に比較し、その増加振りが著しいことによつて

も知られよう。他方近代産業の多くは国家の援助を背景とし財閥を中心として創設せられたため、その資金は主として財閥本社並に財閥関係の金融機関を通じて調達せられた。日本財閥調査使節団長コウウィン・エドワーズ氏の調査によれば、昭和十九年当時十七財閥の払込資本金は全国払込資本金総額の二四・六%を占め、又十五財閥は全普通銀行資産の五七%、全信託会社資産の六九%、全火災保険会社資産の七四%、全生命保険会社資産の三八%を占めていた。従つて国民貯蓄の大半が財閥関係金融機関を通じてその関係企業に投融資されたと云い得よう。

かくて株式社債を発行しても之を直接消化すべき一般投資層は極めて寥々たるものであり、従つて又発行市場は殆んど存在していなかつたと称しても過言ではない。事実社債発行の一般化される契機をなした担保付社債信託法が公布された明治三十八年以降に於ける起債市場においては、起債の殆んど全部が銀行（大正十二年以降信託会社を含む）の総額引受によつて行われ、しかもその引受けられた社債も昭和元年に於て銀行、信託会社、保険会社がその総額の約四割を所有していたのである。

(四) 売買市場

発行市場が未発達であつた結果、売買市場も極めて狭隘であつたことは当然である。即ち明治十一年株式取引所の設立された主たる動機は金禄公債を始めとして、之まで累積した国債の流通を円滑化することであり、事実明治十九年兌換銀行券制度の確立により事業会社設立が促進せられる迄は、国債取引が取引所取引の主流をなしていた。其の後取引の中心は国債より株式に移行するに至つたが、その性格は極めて投機的なものであつた。之は一つには徳川時代よりの米取引が投機的であり、此の取引方法が株式取引所にも導入されたことにもよるが、主として投資的取引に対応すべき適當にして潤沢なる株式の供給を欠いたことによる。今昭和二年に於ける東京株式取引所上場有価証券をみると、長期取引に於ては社債六一二百万円、株式四、三三三百万円と夫々の総発行額三、五四一百万円、一一、七二七百万円の二七・三%、三七・〇%を占めるに過ぎず、少くとも、社債の八割以上、株式の六割以上が一般投資層以外の手にあつたのである。而して

金融機構の再編成と証券市場に対する金融界の役割

その取引方法をみるも、国債社債に於てすら投機取引たる長期取引が総取引高の二割を占め、株式取引に於ては長短両取引が九割を占めていた。かくの如く売買市場は極めて投機的であつたが、然かもその投機資金たるや投機者の自己資金よりも主として銀行よりの借入金であつたことは注意すべきである。今普通銀行の株券担保貸付をみると、昭和元年に於ては二、一二六百万円に上り、総貸付高の二七%を占めている。勿論此の全てが投機資金に充てられたものではないが、少なからざる部分が株式市場に流入したものと推定される。又取引所発行の早受渡手形は専ら証券金融に利用されたが、昭和二年の最高発行残高は四六百万円に上り、之が金融機関の割引を通じ資金化された。かくて従来の売買市場は投資者が自由に換価処分し得ることにより、固定し得ない資金を株式への投資を通じて長期資金に転化すると云う資本市場としての機能を持たなかつた。

(2) 金融機構に於ける銀行の圧倒的優位性

右の如く証券市場は発行市場も売買市場も共に未発達の状態にあり、資金調達に主として銀行を通じて行われた結果、金融機構に於ける銀行の地位は圧倒的に高かつた。戦前たる昭和十年に於て銀行、信託業を除く会社の払込資本金一三、七一二百万円に対し、全国銀行及信託会社の貸出残高は一〇、〇六三百万円に上り、然かも全国銀行の株式所有高は五八〇百万円、株式担保貸出高は一、五六七百万円（但し普通銀行のみ）に及んでいる。又資金吸収面よりみるも、同年に於ける銀行定期預金は六、五九四百万円と総預金の五一%を占め、銀行は営業預金を主とする商業銀行より投資銀行的性格を濃くしていた。かかる銀行の優位性は満洲事変以後軍需産業の急速なる拡張の必要性により一層促進された。特に資金統制の実施並に軍需産業の金利負担軽減を目的とした軍需融資の実施は銀行と企業との関係を緊密ならしめ、企業資金の調達は主として銀行を通じて行われることとなつた。かくて昭和二十年末に於ける会社の払込資本金四百三十七億円に対し全国銀行及び信託会社の貸出金は千二百二十五億円と払込資本金の二倍以上に上つた。之を企業の側よりみると、資本構成比率に於ける株主資本の低下であり、昭和十八年上期に於ては株主資本四九%と昭和十年上期の七八%に比較し格段の相異を示した。然かもその株主資本も少なからざる部分が直接間接に銀行に係属し

ていたのである。

二、金融機構の再編成

(1) 経済民主化の一環としての証券民主化

終戦後我が国経済に対して採られた占領政策の一つは民主主義制度の助長である。之がため従来我が国産業の大部分を支配していた財閥の解体が実施されることとなり、先づ昭和二十年十月三井本社等十四社及びその関係会社の証券類の売却移転が禁止され、更に十一月六日持株会社の解体が指令された。かくて政府は同月二十二日所謂ポツダム勅令による制限会社令を公布、財閥解体の対象となるべき会社を指定しその行為に厳重な制限を加え、その間持株会社整理委員会を設置して具体的解体に着手した。次いで昭和二十一年十一月にはポツダム勅令による会社証券保有制限令が公布され、之により制限会社、従属会社、関係会社、相互間の株式所有が制限されることとなった。又今後の経済民主化を確保するため昭和二十二年四月所謂独占禁止法が公布され、持株会社設立の禁止、一般事業会社の他社株式取得の制限、金融業の競争金融機関株式取得の禁止及び一般株式所有の制限、会社の社債所有の制限等が実施された。かくて経済民主化は証券の保有を法人中心より一般投資者中心に転換する証券民主化を必要とし、昭和二十二年六月設置された証券処理調整協議会は閉鎖機関、持株会社、政府の所有する証券を一般投資者に放出することとなった。

(2) 金融市場と証券市場との分離

証券民主化は銀行を中心とする従来の金融機構を再編成せしめ、長期資金は証券市場を通じ、短期資金は銀行を通して調達せしめると云う金融の原則を確立することとなった。之により証券市場は金融市場と並び広義の金融機構を構成する二大支柱として極めて重大なる役割を与えられたのであつて、証券取引法がその第六十五条に於て銀行、信託会社による証券引受業務の兼営を禁止したのはかくの如き趣旨に基くものに外ならない。又前述の如く独占禁止法により銀行は原則として他の会社の株式総数の五%以上所有することを禁止されている。かくて金融機構として金融市場、証券市場の分離が実現されたが、同時に証券市場内部に於ても昨年五月には東京、大阪、名古屋の三取引所、七月には京都等五地方取引

所の再開をみ、又証券取引法により新規発行証券の届出制度、証券業者に対する監督制度等が実施され、一応その体制を整備するに至つた。

かかる金融市場と証券市場の分離は欧米先進諸国に於て早くから行われていた処であるが、我が国に於て終戦後実施されている方式は米国を模範としているものであるから、米国に於ける金融機構特に金融証券両市場分離の状況を一瞥しておくことが必要である。米国に於ける産業の急速なる発達は歐洲諸国よりの多額の投資によつて可能となつたのであるが、此の投資は主として企業の発行する株式社債の購入によつて行われた。かくて米国に於ては当初より長期資金は株式社債を通ずる直接投資によつて調達せられ、銀行は短期の運転資金を供給することを使命としていた。第一次世界大戦による國際金融市場の一大変化の結果、米国は國際的債権国となつたが、之により歐洲に於ける投資家の手持ちせる巨額の米國優良証券が一九一五年乃至一九二〇年の間に於て漸次米國市場に逆流し、米國に於ける投資家の間に広く分布された。國民所得の急速なる増加は個人投資の地盤を築かしめ、所謂証券資本主義の時代を現出し、直接投資に於ても投資信託、投資会社等の新方法が採用された。而して発行市場は主として一般銀行と區別される所謂インベストメント・バンカーの手を通じて運営されている。インベストメント・バンカーはプライベート・バンカー若しくはボンド・ハウスとも呼ばれる当初は銀行法規の適用外にあり、有名なジェー・ピー・モルガン商会、クリーン・ロープ商会、スバイヤー商会等は証券引受業務の外預金業務をも行つていた。プライベート・バンカーが預金業務を営みながら銀行法規の適用外にあつたのは世界的に名声があり、預金も大会社、大富豪等財界の事情に精通せるもの大口預金に限られていたからであつたが、一九二九年の恐慌に鑑み一九三三年の法律により証券引受販売業務と預金業務との兼営は禁止されるに至つた。従つて証券市場は当初より金融市場と並立する存在であり、我が国の如く金融市場に從属し又はその内に吸収された存在でなかつたが、特に一九三三年以降、両市場は法律的にも全く分離せられることとなつたのである。

次に一九四八年及び四九年に於ける株式社債による資金調達額をみると、一九四八年に於ては社債五、二六四百万ドル、株式九〇八百万ドル、一九四九年に於

ては社債三、八九〇百万ドル、株式九百四百万ドルであり、夫々の年に於ける全国銀行貸出増加額五、一七二百万ドル、一、六九六百万ドルを上廻つてゐる。最近高所得に對する課税の關係上直接投資は減退の傾向にあると云われているにも拘らず、産業資金調達に於て社債株式の占める地位が依然高いことは証券市場が金融機構の支柱としての重要な役割を演じていることを示すものと云えよう。

三、証券市場の現状

(1) 証券民主化の現状

証券民主化は財閥解体を契機として進められ、証券処理調整協議会を通じて一般に放出された株式のみでも本年二月迄に百二十五億円に上り、証券民主化運動と相俟つて一般大衆の証券に對する関心が相当高められたことは事實である。然し乍ら之は間接投資に代わり一般大衆が直接投資の對象として証券を選んだものとは認め難く、寧ろインフレーションの進行に伴う投機の対象として株式の売買が行われたとみるのを妥当とする。本年二月十九日証券民主化議員連盟が發表した所謂株式白書に於ても「財閥解体とともに従来の発行市場は著しい変貌を呈し、財閥や法人筋を中心とする新規発行株式の保有組織があらたに全く組織の欠けたいわゆる大衆にとつて代えられたのである。しかも中小企業経営者、農家などのインフレ資金がこれらの大衆を株式投資に進出させる経済的基礎をつくり出した。またインフレの収束期が近づくにつれて、株式が物に代つて投機対象に選ばれ、その上通貨対策不安も手伝い各種の浮動資金が流入した。」と云つてゐる。即ち終戦後の不安定な経済状況の下に於ては企業そのものの見通しが立たず、之に加へ制限会社、企業再建整備、経済力集中排除、配当制限等幾多の桎梏があつたため株式の利潤証券としての性格が殆んど存在しなかつたことにもよるが、その最大の原因はやはりインフレーションの進展であつたと見るべきであらう。インフレーション下に於ては株式白書の云う如く或は通貨不安により、或は資産再評価期待により株式の価値は變態的に高く評価され、他方偏在したインフレ・マネーは投機対象を商品市場と並んで株式市場に求めたため、株式市場は幾度かのブームを現出し、昨年五月証券取引所再開直前に於ては未曾有の活況を呈した。

金融機構の再編成と証券市場に對する金融界の役割

かかる株式市場の好況を通じて始めて尨大なる株式が一般大衆の手により消化せられたのであるから、一度市況が不振に転ずるときは株式に對する人氣は離散し、之まで消化せられた株式も再び市場に売却せられることは明かである。事実ドッジ・ラインの実施以来インフレーションも漸く収束の過程に入り、インフレーションのヴェールが除去せられたとき、之まで株式が過当に高評価されていたことが判明するに伴い市況も極度の不振に転ずるに至つた。

かくて証券民主化はそれが極めて必要なるにも拘らず、実情はインフレーションと云う経済的基礎の上に擬似的に行われたに過ぎず、インフレーションの収束と共に直ちにその実体が露呈せられるに至つた。株式白書はかかる証券民主化の欠陥を「政府が形成的には高度に整備された証券行政を実施しながら、日本の株式市場の特殊性に對しての十分な認識を欠き、インフレから経済安定期への経済基調の変化に即応した対策を準備しなかつた点」即ち、「政府が税制などに具體的に見られるように金融市場を偏重する政策をとつて株式市場の育成に努力を惜んできたことや、戦後の資本発行の統制はこれを撤廃しながら資金調達のため株式担保金融を輕視してきた点」などに求めている。確かに従来の政府に於ける証券市場対策に不備欠陥のあつたことは認められるが、之が現下の証券民主化の困難を齎した真の原因とは考えられない。もしも之が真の原因であるならば、証券市場対策——之も金融市場よりの援助が中心となるが——により市場の好況を不斷に維持することが必要であり、又可能な筈である。併しながら金融市場よりの援助は之が戦前の如き形で行われるならば結局証券民主化に反することとなるのであつて、証券民主化を行うためには金融、証券両市場の分離と云う証券民主化そのものを抛棄すると云う自己矛盾を冒さねばならない。従つて証券民主化を困難ならしめている真の原因は我が国経済の現状そのものの内に存するのであり、証券対策のみによつてその困難を除去することは不可能である。

(2) 資本市場（発行市場）の現状

証券民主化が困難に直面している際、資本市場に於てはインフレーション収束に伴う企業金の詰り、企業の資本構成不均衡の是正、漸く本格化した企業再建整

備等のため株式の発行は激増の一途を辿り、その消化は忽ちにして困難に陥るに至つた。即ち終戦後の株式払込金は昭和二十一年二十四億円、二十二年七十二億円であつたものが、二十三年には一躍四百十八億円に激増し、更に昨二十四年には八百二十二億円と前年の二倍に上つてゐる。而して之まで激増する株式の消化を可能ならしめていたものはインフレーションの進展であり、之に伴う株式市場の活況であつたのであるから、昨年九月以降に於ける市況の転換は当然発行市場の不振を齎らざるを得なかつた。

更に之に拍車を加えたものは証券引受機構が未だ整備せられずその基礎が極めて薄弱であつたことである。即ち前述の如く現在の引受機構は、終戦後従来の金融機関中心より証券業者中心に改められたが、証券業者の機構、資力、信用共に引受業務を行うには未だ不完全、不十分である。先ず機構の点に付ては引受業務と証券取引所に於ける売買業務とは分離されず、しかも従来よりの慣習もあり、売買業務に重点が置かれてきた。従つて引受業務を専門とし、或は之に重点を置く証券業者は全く存在せず、引受業務を兼営する場合に於ても売買による投機的利益を目的としてきたものであつた。又資力の点に於ても全国証券業者資本金は昨年末に於て三十億円に過ぎず、之を全国銀行の資本金百六十一億円に比較すると五分の一にも満たない。然かも一業者当りの資本金に於ては僅か二百六十万円に過ぎず、銀行の二億一千八百万円の百分の一程度、無尽会社の二千万円の十分の一程度であり、之によつても如何にその資力が薄弱なものであるかが分かる。更に証券引受業務に於て圧倒的地位を占めてゐる四大証券会社の資本金は各二億円であるが、その一社平均所有株式は二月末に於て五億五千万円と資本金の二・七倍に上つてゐる。従つて所有株式の値下りが直ちに証券業者の資力を涸渇せしめ、引受業務は殆んど停止せざるを得ないこととなる。事実、昨年秋季市況が不振になると共に之まで行われてきた引受は引受の取扱に代わり、売残り分に対しては責任を負わないこととなつた。かかる資力の不足に加え証券業者が従来専ら投機的取引に走つたことは証券業者の社会的信用を薄弱にし、長期資金供給機関としての確固たる地位を欠かしめていた。

かくの如く株式発行が激増したにも拘らず証券引受機構が薄弱であつた結果、

金融機関より払込資金の融通を仰ぐか、金融機関の積極的買入動を要請するか、何れにしる金融市場よりの援助なくしては資本市場の円滑な運営を期することは不可能となつた。此の事実を株式白書は証券市場と金融市場との有機的結合の問題として捉え、昨年秋季以来の市況不振、発行市場困難の原因を両市場の有機的結合態勢の存在しなかつたことに求めている。しかしながら証券市場不振の原因を金融市場よりの援助の不足に帰することは結局証券市場と金融市場を分離せんとする証券民主化そのものを否定するものである。従つて証券民主化の見地に立つ限り、資本市場が金融市場よりの援助なくして円滑なる運営を期し得ないことは証券民主化そのものが危機に直面していることを示すものである。

以上株式に付て述べたが、次に社債に付てみるも、インフレーション昂進期に於ては社債発行は殆んど不可能であり、それが実現されたのはインフレーションも漸く峠の見えた昭和二十三年秋以降であつた。即ち社債発行高は昭和二十二年三四〇百万円に過ぎなかつたが、翌二十三年には五〇五百万円に増加した。然し乍らそれが積極化されたのは二十四年六月、日本銀行が優良社債担保の貸付利子歩合を従来日歩一銭六厘以上から国債並に一銭五厘以上に引下げ、その担保価格が時価の八割半以内であつたものを九割半迄認め、更に、市中銀行が日本銀行の指定する社債を買入れたときはその手持復興金融債券を日本銀行が買入れることにより社債買入資金調達の便宜を図つて以後に於てであつた。之を社債発行高によつてみると、五月迄毎月二億円乃至三億円程度であつたものが、六月七二五百万円、七月一、四二〇百万円、八月二、二六八百万円と極めて顕著な増加を示し、九月以降従来の復興金融債券に代わり国債の日本銀行買入れを通じて市中銀行の社債買入資金調達の便宜が図られ、発行高も同月二、〇六〇百万円、十月三、四〇八百万円、十一月三、七三五百万円と増勢の一途を辿つた。従つて発行された社債の大部分が銀行等金融機関によつて消化されたことは明かであり、昨年中新規発行社債一六、五五〇百万円の消化先をみると、大銀行及び特別銀行七、〇七四百万円(四二・八%)、地方銀行八、〇八八百万円(四八・九%)、信託銀行二八六百万円(一・七%)、農林中央金庫及び農業協同組合五〇二百万円(三・〇%)、保険会社、信用組合、無尽会社等一八三百万円(一・一%)、個人等三二六百万円(二・

五%)となつており、銀行を中心とする金融機関が一六、一三三百万円と実に総額の九七・五%を占めている。

証券引受業務が銀行、信託会社より証券業者の手に移されるに及び、社債の引受も四大証券会社を中心として行われ、証券市場と金融市場との分離は形式上実現されているものの、その実質に於ては金融機関に於て直接引受けたのと何等異なる処はない。寧ろ金融機関が直接引受けた方が手数料も軽減され、又その手数も少なく発行者たる企業にとつても又金融機関にとつても便利であろう。かくの如く、社債に於ては株式の場合に比し証券民主化は更に後れていると云うよりは全て行われていないと云つても過言ではない。

要之、金融機構の再編成は経済民主化の基本的構想として進められたにも拘らず、その実状に於ては金融機構再編成の中核をなすべき証券民主化は再びその出発点に立ち戻り、証券市場と金融市場との分離は單に形式上に止まりつつあることが明白にされるに至つた。かくて証券民主化と資本蓄積との矛盾が最近急速に露呈されるに至つたが、その何れの目的をも棄て去ることの出来ない現状に於てはその範囲内に於て出来る限りの調整を図るより他に方法はないであろう。

四、現下の証券市場に対する金融界の役割

(1) 金融界による援助の必要とその限界

証券市場の不振は証券民主化を阻害し、産業資金の調達を困難ならしめるに至つたが、証券市場と金融市場との分離を強行し、証券市場内部に於てのみ之が解決を図ることは不可能であることが判明した以上、何等かの形で金融界の援助を必要とすることは已むを得ない処である。而して之は單にインフレーションの収束に伴い証券市場に流入すべき資金が涸渇したためではなく、ドッジ・ライソンの強行による財界整理過程に於て個別企業の前途に対する見透しが明かでない現状に於ては不可避的なことである。即ち企業の前途の不安定なる現在に於ては、株式、社債による直接投資は仮令一般大衆が十分の資金を有する場合に於ても困難であり、金融機関を介する間接投資とならざるを得ない。況んや長期の戦争により激減した国民所得は、米国の援助もあり次第に増加してきたとは云え未だ戦前の水準に迄回復するに至つていない。然かもその戦前に於ける国民所得自

金融機構の再編成と証券市場に対する金融界の役割

身が欧米諸国に比して極めて低く、直接投資を可能ならしめる十分な基盤を有しなかつた。従つて戦前にも増して零細なる蓄積を以て直接投資を行うことはその投資形式に種々の改善を加えるとするも、困難と云わざるを得ない。右の如き蓄積資金の零細性に加え、財政資金を以て資本蓄積を強行せんとするドッジ政策の下に於ては租税負担が重く、リスク・キャピタルに対する直接投資は不利な立場に立たざるを得ない。我が国に比較し、国民所得も高く、蓄積資金も大きい米国に於てさえ、最近資本課税の加重のため直接投資は漸次衰退傾向を示し、貯蓄預金の増加に伴う間接投資の方向に進みつつある。かくて我が国の現状に於ては長期資金は証券市場を通じ、短期資金は銀行を通じて調達せしめると云う金融の原則をそのまま当てはめることは不可能であり、証券市場に対し金融界は相当程度の積極的な援助を行う必要がある。

然し乍らかかる証券市場に対する金融界の援助も今後永続的に行はるべきでないことは、金融機構再編成の根本方針が確立している以上当然であり、それは何処迄も過渡的な措置としてのみ行はるべきである。従つて証券市場に対する金融界の役割には限界がある訳であり、之を越えて金融界の援助を期待することは誤まりと云わねばならない。独占禁止法による金融機関の株式所有の制限、持株会社の禁止、事業会社、個人の株式所有の制限等は厳存しており、従つて戦前に於て金融界が果してきた役割の復活を望むが如きは右の限界を越えることは明かである。此の意味に於て株式白書が「日本経済の特殊性からして従来の株式市場の機構なり能力で今日要求されているような重要な任務を十分果すことはきわめて困難である。過去の歴史に鑑みてもそれは金融市場との有機的結合を金融政策の上に明確にすることによつてのみ可能であることは明らかである。」と述べていることは金融界に過当の役割を要請している嫌いがある。

証券市場に対し金融界の果すべき役割が右の如くであるならば、証券金融対策のみが証券市場の困難を打開する唯一の方法でないことも明かである。然かも証券金融の限界が一般に考えられている程大きくない以上、証券市場対策は寧ろ金融面以外に求むべきで、直接投資を困難ならしめている諸原因の除去こそ肝要であると云わねばならない。

(2) 証券金融対策

右の目的を以て現在迄実施され、又今後考慮されるべき証券金融対策を株式市場、起債市場に分つてみると概ね次の如くである。

(イ) 株式市場対策

(a) 融資準則の改正

終戦後も重要産業特に基礎産業の資金確保を目的とした金融の質的統制が続けられ、株式市場に対する資金の流入は抑制されたが、かかる資金流入抑制策にも拘らず、市場は異常の活況を呈した。然し乍らインフレーションの収束に伴う市場資金の涸渇は金融機関よりの資金流入なくしては市場の円滑なる運営を不可能にしたが、資金流入の抑制を緩和するも過度の投機を促進する懼れはなくなつたので、先ず昨年八月十五日之まで丙であつた証券業者に対する運転資金並に一般個人の証券投資々金の融資順位を乙に引上げ、更に、其の後に於ける市況不振に鑑み、十二月十五日より之を甲に引上げ最重要産業と并列に置くこととなつた。かくて此の面よりする証券金融不円滑の原因は全く除去された。

金融機関の行う証券金融はそれがコマーシャル・ベースで行われる限り一応は認めらるべきであるが、それも無制限に認めらるべきではない。もし無制限に認めるならば証券市場の弱体なる現状に於ては結局証券市場が再び金融市場に支配せられ、又はその内部に包含せしめられるに至る懼れが多分にある。而して戦前に於ける証券金融を一応普通銀行の株券担保貸付額によつてみると、昭和九年乃至十一年の三カ年平均に於て一、六〇一百万円と貸出総額の二七・八%に上つており、又会社払込資本総額の九・六%を占めている。之に対し現在の全国銀行の証券金融額は本年二月に於て一、七八三百万円と貸出総額の一・六%、会社払込資本金の六%で、貸出総額中占める比率は非常な低下を示しているが、払込資本金中占める比率は戦前に於ける数字が普通銀行のみである点を考慮するもその低下はさほど大きいものではない。之は企業の自己資本不足の結果であるが、この点から見れば証券金融が戦前に比較し非常に消極的であるとは云い難い。なお昨年八月以降本年二月迄に銀行が証券業者に対し融資した金額は五、〇五九百万円、一般投資者に対しては四、七三七百万円合計

九、七九六百万円に及んでおり、これだけが証券金融として銀行を通じて融資せられた訳である。

(b) 金融機関の買出動

証券業者並に投資者の手許を緩和することにより間接的に市場需要を喚起するのみでは現在の市況を改善し、発行市場の機能を回復せしめるには十分でない。其れ故証券民主化に反することではあるが、最も効果ある手段として金融機関をして直接買出動せしめることが必要となつてくる。かくて昨年十一月先ず生命保険会社が五億円を目標として第一次の買出動を実施したが、十分の効果を挙げることなく市況は十二月に入り極度の不振に陥つたので、生命保険会社の第二次出動に加えて銀行も之に参加することとなつた。而して日本銀行は右の資金手当を円滑ならしめるため、各金融機関手持の国債買入等の措置を実施したが、これにより全国銀行に於ける株式所有高は本年二月末に於て五、五四七百万円と昨年九月末に比較し約二・二倍に急増し、又生命保険会社に於ても二月末七、〇八五百万円、損害保険会社は三、二二九百万円に上つている。

かくて全金融機関所有の株式は二月末に於て一六、五六〇百万円と全国会社払込資本金推定一九五、三九二百万円の八・四%を占めているが、之を戦前に比較してみると、昭和九年乃至十一年の三カ年平均に於て金融機関所有額一、三六八百万円は会社払込資本金一六、四五〇百万円の八・三%に当たり、現在の比率は既に戦前の水準に復したことになる。尤も金融機関所有額は払込額より時価に近いものであり、その現在の時価は戦前に比し約三倍騰貴しているから、払込額即ち株数に於て金融機関の占める比率は現在の方が低くなるが、独占禁止法による制限等を考慮すれば現在以上の金融機関の買出動は証券民主化に悪影響を与える虞があり、今後之を積極化することは避くべきであらう。

日本銀行の国債買入、国債償還等により金融機関所有有価証券は減少するから、生命保険会社の如き長期金融機関に於ては之を補う意味に於て株式買入を行うことは今後共認むべきであるが、普通銀行につきその資産中株式の比率が未だ低いとして株式買入を要請することは金融的援助の限界を越えたものと云わねばならない。

(c) 増資払込の調整、証券処理調整協議会の放出停止

株式の過剰な供給を抑制するため日本銀行、市中大銀行、四大証券会社、証券取引委員会等を以て増資払込を調整する懇談会を昨年十二月に設け、本年一月以降市場に圧迫を加えるが如き大企業の増資に時期的調整が施されることとなった。右の結果、主要会社の払込額は一月十六億円、二月二十二億円、三月十三億円、四月二十四億円、五月二十四億円と昨年十二月の五十七億円に比較し格段の減少をみ、発行市場調整に多大の効果を挙げた。然し乍ら発行市場の直接的調整は消化力に適合する株式供給を図る意味に於てのみ有効な手段であり、発行市場の不振を積極的に打開するものでないことは明かである。次に従来証券民主化を具体化させる証券処理調整協議会の株式放出も、昨年十月十四日以来増資新株引受権等特に急速に処分する必要あるもの以外は原則として之を停止することとしたが、処分金額も十月の三六一百万円に比較し、十一月四五百万円、十二月七〇百万円、本年一月八百万円と激減した。二月は新株引受権の処分が増加したため一三八百万円に増加したが、之も一般に売出したものではない。かかる証券処理調整協議会の株式放出の停止は売買市場への圧迫を除く点に於て極めて有効な措置であるが、之は証券民主化を一時停止したことを意味する点に注目すべきである。然し乍ら株式市場の現況よりみて株式放出の停止は已むを得ないものであるから、市況が好転をみる迄の臨時的措置として認むべきである。

(d) 証券金融会社の設立

証券業者の信用、資力の乏しい現状に於ては、証券業者が直接銀行より融資を仰ぎ又はコール市場より資金を取入れることは困難である。此の困難を除去し、且つ一般投資者の証券金融の円滑化を図る目的を以て証券金融会社が取引所所在地に設立せられたが、その資本金は東京の日本証券金融(株)に於ても二億円に過ぎず、必要な資金は主として銀行よりの融資及びコールに俟たなければならぬ。特に今後レギュラー・ウエイの実施せられた暁には、証券受渡金融、貸株機関としての機能を果たすべきものであるから、米国証券市場に於けるブローカーズ・ローンに倣いコール市場よりの資金取入を中心とすべきである。

金融機構の再編成と証券市場に対する金融界の役割

而して之がため同社は四月十日よりコール取引に参加すると共に日本銀行に当座勘定を設定したが、之により証券市場と金融市場との資金面のつながりが機構上一応確立された訳である。金融、証券両市場を支柱として構成せられた金融機構に於て、両市場の關係は支配被支配の關係であるべきではなく、此の意味に於てコール市場が介入することにより両市場が連繫されることは最も理想的な形式である。但し、我が国のコール市場は未だ狹隘であり証券市場の資金需要に應ずるには不十分であるから、過渡的には銀行の直接融資も十分考慮しなければならぬであらう。

(e) レギュラー・ウエイの実施

取引所に於ける取引は、昨年五月取引所再開に当たり総司令部より指示された所謂取引三原則により先物取引を禁止されており、此のため仮需要仮供給が存在しないことが市場の変動を特に大ならしめた原因となつてゐる。従つて清算取引を導入するため証券業者の顧客に対する信用供与を認めるレギュラー・ウエイの実施も十分考慮すべきである。而して既に大阪市場等に於て行われている金融貸株取引はレギュラー・ウエイへの過渡的形態であり、証券業者が直接顧客に信用を供与する代りに、証券金融会社が顧客に金融又は貸株を行うことにより買方投機又は売方投機を可能ならしめんとするものである。而して金融に付ては買付株式の外に貸借金額の四〇%に相当する現金(又は五〇%に相当する現金)を差入れさせ、貸株に付ては売付代金の外に貸借金額の四〇%に相当する現金(又は五〇%に相当する現金)を差入れさせるものであるから、六〇%の信用供与が認められたのと同じ効果を挙げることが出来る。唯証券金融会社のコールの取入れ、銀行よりの借入能力と証券市場に於ける投機資金需要との關係、更に之がコール・レートに及ぼす影響等今後の金融市場に与える影響は多大なるものがある。従つて金融界としてはかかる証券市場に於ける必要資金が新たに生じたのであるから、其の供給を円滑ならしめるように努めなくてはならない。但しこのためには証券市場の側に於ても引受業務と売買業務の分離等受入態勢整備のための解決すべき問題が残されてゐる。

(f) 援助資金の利用

株式発行市場の緩和を図るために、増資払込資金に援助資金を利用することは、民間資金蓄積の貧弱な現在極めて有効な措置である。而して之には援助資金を証券業者を通じて発行市場に放出すること、即ち援助資金を以て直接証券業者の増資株式を引受けるか、或は一度市中銀行に預託し、銀行をして増資株式を引受けしめるか、いずれにせよ証券業者の引受能力を拡大することにより発行市場を整備する方式と、重要産業の優先増資株式の引受に使用し、企業負債の不均衡、社債発行の基礎拡充を図る方式とが考えられている。而して後者に於ては株式発行市場に対する株式の供給そのものが抑制されることと、従来援助資金に於て行われた民間直接融資と実質的に大きな差異はなく、然かも増資困難な重要産業の自己資本調達を可能ならしめることに利点を有する。

なお株式白書は見返資金を中心とした株式投資会社の設立を提唱しているが、之は従来の間接投資が不適当である以上、直接投資を円滑ならしめる機構に直接見返資金を投下することが合理的であると云う見解に立つている。而して此の方式に従うならば、民間企業の合理化を促進するための増資要求に応じながら他方発行市場に一時に株式が売出されて消化困難を来すような危険を除き去ることができるのであるが、現状に於ては白書の云うが如く、「現在ならびに将来に於て考えられる過剰株式を吸収することが急務であり」、然かもその金額は二、三百億円に上るであろうから、プール機構として余りにも尠大なものとならざるを得ず、且つ将来相当長期間に亘り処分困難なことは証券処理調整協議会の放出株式と同様と思われる。従つて見返資金の使用方法としては発行市場の困難を単に表面的に糊塗せんとする感が深く適切なものとは云い難い。

(ii) 起債市場対策

(a) 日本銀行の社債担保貸出の優遇

最近社債発行の旺盛化した原因には種々あるが、資金需要面に於ては企業の長期資金が株式市場を通じては調達し難くなつてきた一方、資金供給面に於て

は金利が低下傾向を示し又手持国債が減少して来たのに伴い金融機関の買入が積極化したことにある。而して終戦後社債売買市場は存在せず、又之を担保とする日本銀行の貸出条件も国債に比し不利であつたから、社債は市中金融機関の支払準備としては適当なものではなかつた。日本銀行は起債市場の育成を図る目的を以て、昨年六月以来優良社債を指定し、之を担保とする貸付利子歩合並にその担保掛目を国債並に優遇することにしたが、之により社債は国債同様銀行に於ける支払準備となつたのであり、市中金融機関はこの点においても積極的に社債買入を行うことができることとなつた。

然し乍ら、かかる日本銀行の社債優遇の措置も之が単に市中金融機関の社債買入を促進するに止まるならば、その目的の半ばを達成したに過ぎない。本措置により起債市場を活性化し、更に進んで一般投資者にも直接社債を買入れしめることにより証券民主化を社債に於ても達成しなければならぬ。即ち本措置は直接には市中金融機関を対象とするものであるが、間接には一般投資者の手持社債を担保とする市中金融機関の融資を容易にしたものである。従来に於ても社債の直接投資は株式に比し少く、又今後に於ても決して容易なものではないから、金融面より出来る限りの援助を与えねばならないであろう。

(b) 日本銀行の復興金融債券及び国債買入操作

銀行の社債買入を促進するための直接的資金援助として、日本銀行は市中銀行が興業債券及び日本銀行の指定する社債を買入れたときには、希望によりその手持復興金融債券を買入れることとし、六月以降之を実施したが、更に九月よりは国債の買入を行つた。但し之は何処までも市中銀行の消化力を増大し、之により起債市場の振興を図らんとするものであり、臨時的な措置であるから、起債市場の恒久的な振興を図るためには之が停止される迄に一般の消化力の拡大を図る必要がある。

(c) 短資取引担保登録社債代用証書の発行

従来短資取引の担保には専ら国債が用いられていたが、今後日本銀行の国債買入が続行され、又市中銀行手持国債が償還されるときは短資取引担保に事欠

くこととなり、一方市中銀行手持社債は増加するから、之を短資取引担保に利用せざるを得ない。然るに、日大量の資金移動をみる短資取引に社債券そのものを担保とすることは取引上極めて不便であるから、現在登録国債代用証書を発行しているのと同様、登録社債代用証書を発行すべきである。而して之により社債の担保性が国債並に高められ、金融市場に於ける地位が上昇することは起債市場と金融市場との関係を緊密にするものと云わねばならない。

(d) 社債売買市場の開設

終戦後企業再建整備により企業の債務は一部切棄てられたが、社債もその少なからざる部分が減額の運命にあつた。他方新規発行の社債は殆んど存在しなかつたから株式の如き集団取引としての売買市場は存在せず、僅かに証券業者の店頭に於ける売買が行われたに過ぎない。更に昨年五月証券取引所再開に當つても、社債の上場は行われず今日に至つては、最近起債市場が旺盛化しつつあり、又現在の如き金融機関による社債投資は単に貸付金の変形に過ぎず決して望ましいものではないことに鑑み、社債に流通性を附与するため売買市場を開設することが必要である。之により社債も始めて有価証券として個人の短期資金を長期資金化する可能性を生ずる訳であり、又証券民主化も始めて達成し得ることとなる。今ニューヨーク株式取引所に於ける一九四八年十二月末における上場債券額をみると、一三一、四二六百万ドルと上場株式時価六七、〇四八百万ドルの約二倍に上つてゐる。但しその取引額は一九四八年中一、〇一三百万ドルに止まる。かく社債売買市場は株式売買市場に比較しその投機性が乏しいため取引額は少ないが、市場の存在は一般投資者の社債投資を円滑にし、又現在の金融機関所有社債に流通性を附与することにより市場資金の一層効率的な運用を可能ならしめることとなる。

(3) 金融債の発行

金融機構再編成の見地に立つ限り、証券市場に対する金融界の援助は株式、社債に関する証券金融の線に止まるのが本筋ではあるが、家業的性格の強い中小企業と零細なる農家を中心とした農村を基盤として構成されている我が国経済の特

金融機構の再編成と証券市場に対する金融界の役割

殊性と、長期資金供給の不円滑なる現状の故に、金融界は右の証券金融の線を踏み越えざるを得ない。之が金融債の発行であるが、金融債は金融機構の点よりみるならば明らかに間接投資であり、しかも之までの如くその少なからざる部分を金融機関が所有している場合には一層複雑した形態の間接投資である。然し乍ら他方金融債は有価証券であり転々流通し得ることにより、短期資金を長期化し得る性質を有している点に於ては直接投資たる社債、株式と何等異ならない。即ち金融債は直接投資と間接投資との中間的形態であり、かかる中間的形態を必要とするのは直接投資の対象となり得る企業の範囲が限定され、大多数の企業が金融機関の信用を介してのみその資金調達が可能なることに基因している。従つて我が国経済の基盤が変わらざる限り金融債の発行は不可避であり、又積極化すべきであるが、その消化形態は金融機関による保有より一般投資者に対する公募に向うべきことは金融機構再編成の方針に照しても明らかである。又過渡的には金融債発行による資金を大企業に融資することも口をを得ないが、将来に於ては直接投資の対象となり得る企業は自己信用による株式、社債の発行によらしめ、金融債は専ら農業、中小企業等自己信用によつて資金調達の不可能な部門にのみ限定すべきである。

かかる金融債の発行に便宜を与えるため、日本銀行は昨年六月以来興業債券に対して優良社債同様の優遇措置を講じたが、之までの法的制限の下に於てはその発行は殆んど限度に達していた。之を打開し長期資金調達に資するため、今回銀行等の債券発行が一般的に認められることとなり、預金と金融債との合計額が自己資本の二十倍の範囲内にある限り、金融債の発行が自由となつたが、更にその発行に便宜を与える手段として、銀行等に対して見返資金による増資を行うことも可能となつた。之により差当り興銀、勸銀、北拓、商中、農中の五金融機関に合計五百億円乃至六百億円の債券発行余力を生ずることとなつたが、かかる多額の金融債の発行が本来の直接投資のため起債市場を圧迫するならば本末転倒であり、この意味に於て預金部資金の活用等の措置のとられることが要請せられる。

五、むすび

以上の如き証券金融対策並びに金融債の発行等金融界の援助は、その大部分がインフレーション収束に伴う過渡期に於ては是非とも必要な措置であるが、今後に於ても之が永続されるが如きことは決して望ましいことではない。然かもかかる証券市場に対する金融界の援助は現在に於てすら一定の限界を有するものである。従つて一日も早く金融機構再編成を名実共に実現し、証券民主化の実を挙ぐべきであるが、そのためには先づ第一にインフレーション収束政策を堅持して、我が国経済の終局的安定を早急に実現し、一般国民が企業の健全性と収益性に基づき安心して直接投資に参加し得るが如き経済情勢を招来することが必要である。而してそれは財政々策、金融政策と並んで企業自体の努力即ち合理化の推進如何に大きく左右されることは疑いを容れない。特に為替レート設定を機として国際経済との直接的接触の段階に入つた現在に於ては、外国企業との熾烈なる競争を行わねばならず、従つて合理化の目標も此の線に置かねばならない。近く行われる資産再評価を通じ企業に対するインフレーションの影響は一応解消をみる訳であり、この際企業は経済界の現状に應ずる合理化を企業の自由な立場で進めることが必要である。金融機構の再編成を名実共に実現するために必要な第二の点は証券市場内部に於ける引受部門と売買部門との分離、引受部門に於ける信用の強化、売買部門に於ける投機性の払拭等投資者を保護することに万全の努力を払うべきことで、これによつて証券市場は始めて金融市場と並立して金融機構を構成する二大支柱の一つとなり得るのである。而して資本蓄積の乏しい我が国に於て此の方針を貫くことは極めて困難であり、又自由に放任するならば兎角戦前の状態に立ち戻らんとする傾向の強い現状に於て、証券市場内部の機構再編成を達成するには非常な努力を必要とするであらう。

(黒 崎)

我国市中銀行の

オーバーローンに付て

昭和27・2・1

目 次

第一章 序 説

第一節 オーバーローンの定義

第二節 オーバーローンの測定方法

第二章 オーバーローンの状況

第一節 明治年代における全国国立銀行のオーバーローンの状況

第二節 明治二十六年以降終戦迄の全国普通銀行のオーバーローンの状況

第三節 終戦以降最近に至る全国銀行のオーバーローンの状況

第四節 概 観

附 表

第一 表 明治六一三一年間における全国国立銀行のオーバーローンの状況

第二 表 明治二十六年以降終戦迄の全国普通銀行のオーバーローンの状況

第三表の(1) 終戦以降における全国銀行のオーバーローンの状況

第三表の(2) 終戦以降における都市大銀行のオーバーローンの状況

第三表の(3) 終戦以降における地方銀行のオーバーローンの状況

第三章 オーバーローンの発生原因

第一節 明治年代におけるオーバーローンの発生原因

第二節 終戦後におけるオーバーローンの発生原因

第四章 オーバーローンの評価