

日本記者クラブ会報

■一九九二年四月二十七日 シリーズ研究会「証券問題」

証券市場の低迷打開に向けて

松野 允彦

大蔵省証券局長



東京都千代田区内幸町二二二
日本プレスセンタービル
◎社団法人 日本記者クラブ
電話 ○三三五〇三二七二

金融制度改革議論が始まったとき、私は銀行局の総務課長をやっておりました。そのときの金融制度調査会では、戦後のいわゆる縦割りの金融制度といえますか、信託銀行あり、長期信用銀行あり、あるいは中小企業専門の金融機関ありというようなものでは、今後はうまくやっていけないという問題意識でした。この縦割りの垣根をつぶそうということ、議論を始めたわけです。

たしか昭和六十一年ごろですから、もうだいぶたつわけですが、この間に、当初

の意図とやや異なり、途中からむしろ銀行・証券の問題がクローズアップされました。銀行が証券業をやりたいというような話が出てきた。アメリカでそういう議論が盛んに行われたものですから、議論が途中からそういう方向に行ってしまった。私が国税局長を一年やり、証券局の審議官で戻りましたら、いま申しあげたように議論が変わっており、むしろ銀行・証券のせめぎあいみたいな話になっていた。

いま国会に提出している制度改革法案は、

基本的には金融・資本市場における競争を促進することを目的としています。

もう一つ出しております法律が、昨年の一連の不祥事の後始末のための法律です。いろいろなことを言われておりまして、確かに、従来のやり方をかなり変えようとしています。

証券界もとまどっています。私ども証券局もとまどっている面があるわけですが、なぜ変えなければいけないかというところからまず説明させていただきたいと思っています。

昨年いろいろな問題が起こって、緊急的な措置はしましたけれども、根本的あるいは構造的な問題というのは、どうもまだ完全には解決されていないわけです。それがまた、いまの株式市場の低迷の一因にもなっていると思います。

◆消えてしまった個人投資家の信頼

昭和六十二年度から平成元年度まで、エクイティファイナンスによる大量の資金調達が行われました。株式の時価発行増資、転換社債の発行、新株引受権付社債（ワラント債）、この三つの形態で大量の資金調達が行われたわけです。時価発行は説明の要がないと思いますが、転換社債は株に転換できる権利を持っているということで、当時の株価上昇とい

うものが非常に大きな魅力になっていました。ワラント債は、これも新株を引き受ける権利が付いているということで、株の魅力をバックにした調達形態です。この三つの調達形態で、六十二年から平成元年度までの間に、五十五兆円強のお金が調達されました。

それが過大かどうかというのは、なかなか計算するのは難しいわけですが、それ以前の規模は、せいぜい年間十兆円程度でした。単純に言えば、二十五兆円ぐらいの超過供給が行われたと言えないこともありません。そういう問題がまずあります。

それからやはり何と言いましても、いろいろな事件が起きて、証券業界に対する信頼、特に個人投資家の信頼が無くなってしまったということが言えると思います。

いま申しあげた五十五兆円というエクイティファイナンスが仮に過大だったとしても、平成二年度、平成三年度ともう二年が過ぎていくわけです。この二年間、エクイティファイナンスは非常に抑えられていたわけです。一方で、個人の金融資産は相当な水準に達しています。もうすぐ千兆円になんなんとしているわけです。年間の増加額が、六十兆円とか七十兆円とかいうようなオーダーになっているわけです。

ですから、そういうお金がもし順調に株式

市場に流れ込んでいけば、そのうちのしかるべき部分が流れ込んでいけば、いま申しあげたような供給超過状態も、かなりの程度解消されていけるべきではないかという感じがします。が、実際にはそうはなっていない。依然として、いわゆる企業の財テクの手段であった特金とかファントラというような形での株式の運用の部分が、二十五兆円ぐらいあって、膨大な含み損を抱え、それを解消できないような状態になっているわけです。

そういったものが依然として存在せざるを得ないというのは、個人の資金が株式市場に入ってきていないということと関係しています。そしてその最大の原因は、証券業界に対する個人投資家の不信感にあるわけです。

こうしたような状況の中で、景気もだんだん悪くなってきました。企業業績も悪化している。銀行は好調ですけれども、証券会社は惨たんたるものですし、事業会社も決していい状態ではない。かなりの減益にならざるを得ないのではないかと。そういう経済実態が、これに加わってきました。いまのようなことになっているわけです。

そういったものを解消するといえますか、この低迷を何とか脱するにはどうしたらいいのか。やはり申しあげたような原因を一つひ

とつぶしていくしかないわけです。そのため一方で、景気対策を打ち出した。

◆個人の金融資産は増大している

私の行政の範囲では、何と言っても個人の投資家の資金をいかに証券市場に導入できるかがポイントです。個人投資家といっても、いろいろな種類の人がいるわけです。信用取引を中心に行っている、いわゆるプロの投資家という人たちがいます。これも最近、かなり市場から逃げていっています。しかし、一番何と言っても取り戻さなければならぬのは、そういうプロの投資家ではなくて、いわゆる一般の個人投資家です。健全な個人の資金が株式投資に戻ってきてほしい。それが私の願望です。

個人の側からみても、金融資産が蓄積されてきていますから、有価証券投資、債券から始まって、株式投資信託、株式というような形で資産の多様化を図ることが必要です。株式というのは、それを発行した企業がつぶれない限りは企業の成長に従って価値が増えていくわけです。インフレヘッジ機能が十分あるわけです。個人の金融資産に占める株式の割合も正常な状態であれば、金融資産が増えていけばそれなりに当然増えていって

しかるべきなのです。

そういった方向にもっていくにはどうしたらいいのかを、いま考えているわけです。まず失われた信頼を何とか取り戻さなければいけない。そのためには例えばルールを明確にするとか、監視委員会をつくって不正行為をチェックするとか、業界の自浄能力を高めるとかが具体的にはあるわけです。そういうものに加えて、やはり市場構造の問題もあるわけです。あれほど大量のエクイティファイナンスがなぜ行われたのかを考える必要があります。

通常は、あまり行き過ぎたファイナンスが行われると、市場で消化ができなくなってしまう。結局、消化ができないから発行ができない、というような形で歯止めがきいてきます。しかし、残念ながら六十二年度から平成元年度にかけては、そういう歯止めがあまりきかなかった。

当時、金融が超緩慢になっていたため、市場にお金の流れ込んできていたということもあるわけですが、それにしても仮に個人の投資家を中心にして、そういう新規発行の株式から消化能力には限度があったわけです。そこで、歯止めが働いたはずなんです。それが働かなかったということには、一つは企業の

財テクといいますか、企業を中心にして、そういうものを消化したというような面があります。

企業にたくさんお金があったということ、あるいは極端な場合にはエクイティファイナンスで調達したお金を株式の運用に回す、というようなことも行われたと指摘されているわけです。いずれにしても、証券会社があまりにも企業中心の営業に走り過ぎたということが言えると思います。

確かに企業との取引というのは非常に効率的です。取引単位も大きい。そういう意味では収益性が非常に高い。それに比べ個人投資家の場合は手間もかかるし、コストもかかる。これは否定できません。そういったようなことで、環境も良かったこともあって、あまりにも法人偏重の営業が行われた。それで、引き受け消化の面でも市場のチェックが働かなくなるというようになっていました。またそれがひいては損失補てんとか、あるいは最近問題になっている、いわゆる「飛ばし」というようなものにもつながってきているわけです。

証券会社だけを悪者にするつもりはありません。しかし、証券市場の仲介業者として、市場というものを本当に考えるのであれば、法人偏重の営業推進というものにブレーキを

かけることが必要だったのではないかと思うわけです。

◆発行市場への競争相手の導入

そういったことを再発させないためにはどうしたらいいのか。これが一番大きな問題として、やはり発行市場、つまり引き受け業務において、四社が支配しているという市場構造自体を変えていかなければならない。引き受け力において四社が圧倒的に強いわけですし、また販売能力においても四社が圧倒的に強い。そういったところから、法人にはめ込んで消化するというようなことも生じたわけです。

もし地道に個人に消化をしていけば、個人消化を担当している一般の営業体の部分と、引き受け部分との間で絶えず社内では緊張関係が働くはずでした。こういう条件では消化できないとか、あるいは、こういうタイミングでは消化はできないというようなことが議論されてしかるべきだったんです。しかし、そういうことはあまり行われたとは思われない。その結果、法人に安易にはめ込んだというようなことになったと思われる。

あるいは販売面で非常に無理をし、個人に対して相当無理な消化をしたため、現在、個

人投資家に大きな損害を与えているというような面もあるわけです。

こうしたことを防ぐには、極めてドラスチックですが、引き受け部門と営業部門とを別会社にして、切り離してしまうという考え方があられるわけです。これも一つの考え方なのですが、行政当局が分割命令を出すということは、よほどのことがない限りできない。独禁法に独占体に対する分割命令という条項はありますが、これは非常に独占状態が進んだ場合でないとは適用できないということになっている。

免許制の下で、二十数年新規参入を認めてこなかったということが、結果的にはいまのような証券業界の構造をつくり出したということも言えるわけです。従って、そこは免許制の運用の問題としても認識しなければいけない点だろうと思います。

そういうことからどうも分割できないということになれば、新たな競争相手を発行市場に導入するというのを考えざるを得ない。それがいま提出している法律の中にある、銀行の子会社による証券業務への参入という問題です。発行市場への新規参入ということを通じて実現したいと思っているわけです。

銀行は多分、証券会社よりも企業との取引関係が密接ですし、企業に対する影響力とい

う点でもかなり大きな力を持っていると思います。ただ、銀行の子会社による参入があったとしても、それが直ちに全国的な販売網を持てるかと言いますと、なかなかそういうわけにはいかない。たくさん支店をつくるとなるとコストがかかります。そうすると引き受けたものの消化は、既存の証券会社に依存せざるを得ないというようなことも考えられるわけです。

ともかく引き受けに強いものと、販売に強いものとがいて、それが全体として発行市場をうまく運営していくようになると、弊害が出てこないようになるのではないかと、という感じがしているわけです。

これが発行市場の構造を変えなければいけないという問題です。そう簡単にできるものではないかもしれませんが、そういう方向をとっていく必要がある。また、発行市場における競争が少なかったせいも、手数料も非常に高いわけです。社債の手数料も高い。株式の引受手数料は必ずしも高いとは言えませんが、非常に画一的な手数料になっています。発行企業の信用力なり、あるいは消化の容易さとか困難さというようなものが全く勘案されないで、画一的な手数料が設定されている。そういう慣行が存在するわけです。こういった点についても、競争を促進させることによって、

手数料もバラツキが出るといいますか、多様化していくことが期待できるのではないかと思います。

◆中・長期的キャピタルゲインを軸に

もちろん、もう一つ忘れていけないのは、株に対する配当があまりにも少ないという問題です。日本の場合、企業が得た税引き後の利益の中から配当に回しているのは、だいたい三割ぐらいです。欧米では五割から六割を株主に配当として分配している。しかし、仮に六割にしたとして、どうなるかと言いますと、いま三割ですから、ちょうど倍の配当になるわけです。その配当を株価で割ってみますと、最近株価がだいぶ下がってきていますが、それでもやはり一%に多分まだなっていないのではないかと。〇・九%ぐらいのところではないかと思われま。仮に配当を倍にしてみても、せいぜい二%程度の配当利回りしか期待できない。

アメリカもだいぶ下がってきていますが、現在三・五%前後ぐらいの配当利回りになっています。アメリカの株式市場が非常に好調な原因の一つに、アメリカの短期金利が下がって、配当利回りとはほぼ同じぐらいの水準にきてしまったということがあります。あるいは

は場合によっては、それを若干割り込んだというような時期があるわけです。そのときに資金がシフトして株式市場に入ってきたという説明がされています。どの程度のものが入ってきたのか分かりませんが、そういうことが起こり得るような配当利回りになっているわけです。

日本の場合には、仮に配当を倍にしてみても、二割ぐらいでしか回らないということになるわけです。そういう意味では配当性向を引き上げてくださというものは、会社の株主に対する考え方というものを変えるという意味では重要なのですが、実際に計算してみますと、それほど効果のあることかな、というようなことにもなりかねない。

ここに至りますと、物事はもっとややこしくなってきます。そもそも日本の企業の利益率が低すぎるということに帰着するわけです。例えば売上高利益率にしても、自己資本利益率にしても、日本の企業の利益率というのは、業種あるいは会社によってバラツキがありますが、平均してみるとアメリカの半分とか三分の一というような状況になっているわけです。そういった利益の絶対額の問題もあるわけです。

そうなってきましたと、株価が高すぎるのだという議論になってくるわけです。確かに日

本の会社の株価は現在の水準でも利益からみた場合、いわゆるP/Eでみた場合にはまだ高すぎるというような指摘もあります。しかし株式というものは、本当に配当だけで保有魅力を計算すべきものなのかという問題もあるわけです。配当だけというのは、あまりにも極端な見方ではないのか。さっき申しあげたように企業が成長していけば、株式の価値も上がっていきます。つまり、株価が上がっていくことも当然考えなければいけないわけで、キャピタルゲインを全く抜きにして株式投資を行うということは考えなくてもいいのではないか。

問題はこういうキャピタルゲインということです。短期間のうちに回転売買をして、キャピタルゲインを手に入れるというような従来のやり方なら、大きな損も出たりするわけです。しかし、中・長期的にキャピタルゲインを狙っていけば、企業が倒産しない限り、順調に成長していく限り、それなりのキャピタルゲインを獲得できるということが言えるのではないかと思うわけです。

◆時価発行に問題はなかったか

それから、もう一つこれに関係して申し上げたいのは、時価発行増資という問題です。

時価発行増資というのは、企業が株を発行して資金調達する際に、その発行価格を現にある市場価格で行う資金調達方法です。理論的には極めて合理的な資金調達の方法です。つまり市場で形成された価格で資金調達が行われるわけです。市場の価格機能が十分に働いて資金配分が行われるという意味では理論的には極めて合理的、かつ効率的な方法だろうと思うわけです。

しかし、日本のように非常に利益率の低い企業が時価発行をやったということに問題はないのか。通常の利益率も高く、配当という面からも株式を保有する魅力が十分ある企業であれば、時価発行が望ましいと言えます。しかし、あまりにも株式の配当利回りが低くて、短期のキャピタルゲインを狙わないと、株を持っている魅力がないというような状態の中で、時価発行を行うということにはかなり問題があると考えざるを得ない。

現在、時価発行増資は事実上ストップしています。大蔵省が止めているというふうに言われていますが、止めていなくても、とても四社とも引き受けはできない状態です。基本的にいまのような状況で、かつ日本の企業の成長というものが、仮に過去ほど高成長が期待できないということになれば、時価発行増資そのものについて、もう一度考え直す必要

があるのではないか。

◆アンバランスな先物と現物市場

現在の株式市場の低迷打開策で、私どもが問題意識を持っておりますのは、先物市場の問題です。

特に株価指数先物というものが、大変盛んに取引されております。これはいわば市場全体の変動に対するヘッジ手段であるというところで、それなりの合理的な取引であると思うわけです。が、どうも日本の場合にはややそれが行き過ぎて、スベキュレーションがかなり行われているという点があります。

いま上場されている商品が単純平均指数であるというところにも、一つの問題があるわけです。どうしても操作が行われやすいという印象を与えております。私どももその点については非常に気を遣っており、操作が行われていないかどうかをチェックしているわけです。人為的な操作を行えば、これは分かりますけれども、そうではなくて、大量の買いを出したり大量の売り注文を出せば、おのずから価格は動くわけです。それは自然の需給というものとは紙一重なわけです。

いわけです。大量の注文で価格が動くという、そこまで押さえてしまえますと、これは市場の自然の需給の流れや動きを押さえてしまうことになるわけですから、そこまでやるというのは問題がある。

本当は先物市場と現物市場とのバランスがとれていれば、問題はないのです。現在は非常にバランスが崩れています。ついこの間までは、先物市場の取引量が現物市場の十倍ぐらいの規模に達していました。そうすると、いわゆる裁定取引ということで、両市場を使った取引が行われますと、現物市場に十倍の影響を与えるというようなことになりかねないわけですね。現場市場にだけ参加する個人投資家から見ると、個々の現物の株式についての投資尺度が失われてしまい、株式市場に参加しにくいことになってしまいます。そういうことで、先物市場の規模をやや抑制するような措置をとっております。

人為的に先物市場を抑制するのは、市場管理のやり方としておかしいという批判がアメリカなどからあるわけです。が、十倍にまでなったものを放っておくわけにはいかない。かと言って、現物市場の取引量を人為的に増やすこともできない。そうすると縮小均衡みtainな形ではありますが、ある程度バランスを回復するために先物を抑えるしかない。そ

の結果、現在は二倍ぐらいにまでなっていますが、あくまでも緊急一時的な措置であるとして説明しているわけです。

◆証券化、機関投資家のための法整備

残り時間が少なくなりましたが、制度問題のところだけでも少し敷衍させていただきますと思います。

発行市場への新規参入、競争促進という狙いの外に、金融の証券化への対応というのがもう一つの柱になっています。いろいろな新しい商品、有価証券が出てきています。特にアメリカでは金融機関が自分の持っている貸付債権などを、証券化して切り売りするということがかなり行われてきております。日本ではまだそれほど盛んではありませんが、日本の場合にはご存じのように、金融機関は相当BIS規制で苦しめられています。自己資本を増やすか、あるいは資産を減らすか、どちらかをやらないと、なかなか8%という水準を維持していくのが難しいような状況になっています。

自己資本を増やすと言いますが、いまのような株式市場ですから、増資をするわけにはいかない。そうなってくると、どうしても貸付債権の方を切り売りして対応する、とい

うことが必要になってくるわけです。

そもそも証券化というものが生じたのは、いまのようなこともありまされども、世の中のリスクがだんだん大きくなってきているということと関係しています。一人で全部のリスクを負担するということは、とてもできなくなって、いわばリスクを市場に転化するというようなことが行われ始めたわけです。ユーロ市場で、そういう形で始まったわけです。シンジケートローンのような形で金融機関がリスクを負担するのは非常にリスクだということになり、証券化してなるべくリスクを分散してしまうというやり方がとられ出したわけです。悪い言葉で言うとババ抜きみたいな話で、だれのところに行った時にどうなるかというようになるわけですけれども、大勢の人間がリスクを分散して負担するというようなことをしないと、なかなか資金調達がうまくできないことになってきています。

そういったようなことで、わが国としても証券化商品、特に海外から持ち込まれるものがあるいろいろなものから、そういうものに対応できるような法整備をしていきたいと考えています。

もう一つは機関投資家の成長に対応して、機関投資家だけを対象にして機動的な資金調

達ができるようなもの。これは私募というふうに言われていますが、つまり公に募集するのではなくて、一定の限定されたものを対象にして資金調達をするという形になるわけです。これは大企業もさることながら、中小企業の資金調達手段としてもかなり見直されています。といいますのは、中小企業がだんだん金融機関の借り入れから弾き飛ばされて、お金を借りることが難しくなってきた。それで、機関投資家を対象にして資金調達をするというような形が利用されてきているわけです。そういうものを整備していくということが必要になっていきます。

◆力ギになる投資信託の見直し

それから最後にもう一つだけ付け加えさせていただきます。株式市場を活性化しようとした場合に、当然、証券市場、あるいは証券業界に対する信頼を何とか回復していかなければならないのは言うまでもありません。が、投資勧誘方法なども、一律集中的なものではなくて、もう少しきめ細かく個人のニーズに応じたものにしていく必要がある。中でも、投資信託というものを、もう少し見直していく必要があると思っています。

社債は最近たくさん出ており、個人投資家

もかなり社債を購入しています。これは元本保証商品というようなこともあり、確定利付ですので、比較的買いやすいのだろうと思います。しかし、なかなか株式そのものに直接個人が投資するところまでは戻ってきておりません。そうなりますと、その中間形態として投資信託が存在するわけです。投資信託を通じて証券市場、特に株式市場に個人の金融資金が流入するということが必要ではないかと考えるわけです。

ただ残念ながら現在、株式投資信託につきましては、満期が来る商品がありますけれども、みんな元本割れをきたしており、非常に投資家の不満が大きいわけです。しかし、逆にいまのような時期に設定する株式投資信託であれば、将来元本割れになるというような危険性は少ないのではないかと感じます。なので、かなりの成果を期待できるのではないかと思っています。

先週、投資信託業務への参入を思い切って緩和することにしました。投資顧問会社というものの参入を、認めることにしたわけです。現在ある投資信託会社だけでは、どうもイメージがあまり良くならないということで、新規参入を導入することによって、投資信託というものを個人に大いに利用してもらえるようにしたいと思っています。

いずれにしても、現在の株式市場の状況をとらえて、政府でも党でも、株価対策と称するものがいろいろと行われております。

が、やはり最大の株価対策は証券市場の信用回復策です。そのためには、投資勧誘方法を適正なものにしたり、あるいは競争を促進するということのようなことでやっていくしかないのではないかと私は思っております。

証券界の方々にも率直に申し上げております。証券界は、いまの株式市場の低迷の原因を外に求めている。例えば税制上の問題だとか、自社株取得をもう少し認めたらどうかというように、証券界の外にいろいろな原因を求めようとしている。これは問題です。もちろん、そういうものが全く見当違いだと言うつもりはないけれども、まず証券業界が個人投資家に対してどう考え方を切り替えるかが先決だと思います。投資勧誘の方法を見直すなり、個人が買いやすい商品を提供するなりして、一度失われた信用を取り戻すため、自ら努力をしていかなければいけないのではないのでしょうか。

株式市場の低迷は、私どもの立場からすれば、それが日本の経済に深刻な影響を与えているということは言えない。またアメリカなどでも、世界の株式市場にはそれほど大きな影響を与えていないと言われている。

そうやってきますと、そもそも日本の株式市場というのは一体何なのかということになってくる。恐らくそれを突きつめていけば、国民経済的にあまり重要なものではない、ということにもなりかねない。さらには、いまの証券会社ではもうだめだということにもなってしまう。そこまでの危機感を、業界も持っていた必要があるというふうに申しあげているわけです。

もちろん、私どもも証券行政を担当しているわけですから、信頼回復のためのいろいろな努力をしていかなければいけないと思っておりますが、やはり株式市場というのは、株式には償還というのがないわけですから、市場が整備されないと株式に投資する人は出てこない。信頼を回復しないことには株式市場が機能するのはなかなか難しいし、それには相当時間がかかるというふうに考えざるを得ない。

ただ、唯一の救いは個人における金融資産の蓄積です。人によっては、もうそろそろ株式を買っていい水準かな、と言う人もいるわけですが、そういう人はおおむねバブルのときにあまり株式投資をしていなかった人なので、つまりバブルによる損害を受けていない人が多いわけです。しかし、そういう人の中には、株式は買いたいたけれども、証券会社に行

行くのはどうも、というようなことを言う人もいるわけです。もしそういうことになりますと、さっき申しあげたように、証券会社ではだめだ、例えば銀行の窓口で株を売ってくれ、というようなことになりかねない。その辺の危機感というのは、証券業界も十分認識していただかなければいけないのではないかと考えているわけです。

質疑応答

内藤 (NHKOB) NIT株ですが、いま六十万円を切っています。まだ底値は見えない。その意味では株式の低迷の諸悪の根源は大蔵省がつくったとも言えるわけです。つまり政府の株放出によって、大衆を呼び入れて大衆をあざむいた。こういうことです。

従って、これは何らかの方策を考えてしかるべきだと思います。例えば五万円株を五百円株にするとか、いろいろな方法があると思うのです。その辺の手立てをどう考えていらっしゃるか。

それから、一般の個人投資家が株式市場に戻ってくるかという問題ですが、時価で売って、額面で利回り基準を設けるということでは、一般の常識水準に達することはあり得ないと思います。時価発行するならば、時価を基

準にして配当するとか、もっと国民が常識的にみて納得するようなルールをつくる必要があるのではないか。

松野 NTT問題について言えば、民営化されましたけれども、ああいふ事業ということもあって、まだ規制がかなりあるわけです。規制しているといいますが、直接監督しているのは郵政省で、大蔵省は株を売った。依然として大蔵省は大株主ですけれども、株を売って相当の収入をあげて、それを国債償還財源に使うとか、あるいは公共事業に使うとか、ともかく使ったことは事実です。ためている分もありますけれども。

大部分といえますが、いまのような株価水準になれば、持っている人はほとんど損をしているということになっている。何らかの方策を考えなければいけない。先週もいろいろな議論が政府、与党で行われました。株は下がることあるとは言ってみても、あまりにも高いところで放出をし、あまりにも下がってしまったというところが問題なわけです。

一方で、大蔵省が売ったというところにも問題がある。つまり大蔵省というのは一方では証券市場を監督しているわけですから、実際にNTTの株を売った部局は大蔵省の理財局であって証券局ではないと言いたいわけ

ですが、そんなことを世間に言ってみても、およそ理解されることではない。同じ大蔵省ではないかということになるわけです。NTTというのは国有財産ですから、それを処分するというのは、従来から理財局がやっていたわけです。例えば、日本航空の株も売っています。

では、どんな方策があるのかということですが、いまちょっと言われたのは、多分、額面を分割するという話だと思います。いま五万円の額面で六十万とか言っておりますが、一時期は三百万までいったわけです。五万円という額面を、例えば五十円にしてしまったらどうかというような議論があるわけです。それによるメリットは、取引単位を小さくできるということなのです。

そうは言っても、それによって画期的に取引量が増えるのかというと、そうはいかないかもしれない。しかし、やらないよりはましではないのかという議論があり、これは一つ大きな検討課題です。

ただNTTの場合、より根本の問題はNTT株を売り出したときと、その後のNTTの事業内容や経営環境があまりにも違ってきてしまったということにあると思います。NTTという会社があまりにも巨大で、やはりそれに対して競争相手をつくってやらないと効

率化が図れないというようなことで、いろいろな競争相手の会社をつくって、競争させているわけです。

ところがその競争が、これもよくご存じだと思いますけれども、長距離通話だけで競争しているわけです。長距離通話は従来から儲けすぎていたわけです。儲けすぎていたところで競争して、そこはどんどん下がっています。これは競争相手がなくても本来は下げなければいけない分野であるところだったので。ところが、赤字である近距離には競争相手がいないわけです。それは当然、参入したって儲からないから参入しないわけです。特に東京都内とか、極めて近距離のところは、決して採算がとれるような水準になっていない。だから本当は近距離を値上げし、長距離を値下げするというのが極めて合理的な料金設定の方法だろうと思うわけですけれども、なかなかうまくいかない。近距離を上げるというのは非常に抵抗が強いわけです。

それと、NTTの中でも比較的採算のとれる部門が分割切り離しをされたという問題もあるわけです。移動体の部分がそうです。そういうように、事業内容がかなり変わってきている。あるいは競争条件が変わり、企業実態が当初民営化を始めたときに比べると相当厳しい状態になっているということが言える

と思います。

この辺については世間ではよく分かっている面があるわけです。そういう意味から言うと、始めからきちっとしておいて売り出しを行えば良かったのかもしれないのですが、売り出しをした後で企業の内容なり競争条件がどんどん変わってきている。それで、NTTの本当の企業価値そのものに対する評価も変わってこざるを得なかった、という面があると思うのです。

国が持っている株を安く割り当てたらどうかという議論もあります。しかしこれは非常に難しい問題です。

仮に、国が持っているNTT株を、額面の五万円で一般の国民に渡すということになりますと、一体だれに売っているのかというのをはっきりしないわけです。いま株を持っている人に売るといふのは、非常な不公正になりかねない。たまたまいま持っている人だけに売ると、売っちゃって損をして、もう持っていない人もいるわけですから。強いて言えば、全国民に均等に機会を与えなければいけないというようなことになりかねないわけです。

しかもそれは非常に極端な言い方をすれば、ある意味での損失補てん行為になるわけです。損失補てんは、法律で、国としては罰

則をもって禁止をした行為なんです。そういうものを国自らがやるのかという議論になってくるわけです。

いろいろなアイデアはあるのですが、行き詰まっている。抜本的な対策がなかなかみつからない。確かにNTTというのは非常にシンボリックなもので、これがやはり個人の株主に大きな不満を与えているということは事実です。また大蔵省が故意にやったというわけではないんですが、結果的にいろいろな問題のあるような売り出しをしてしまったということは認めざるを得ないわけです。

それから利回りの話が出ました。確かに、いまでも額面五十円で一割配当だとかいうようなことを言っている人がいるわけです。それで五円だと。これはさすがに最近は少なくなっておりますが、そういう意識がある以上は、やはり時価発行というのはかなり問題があったと言わざるを得ない。

一時期、額面をやめて無額面株にするという動きがあったのですが、それがまた止まってしまうている。本当は額面なんか無くなってしまうえば、一割とか言っても何の一割か分からなくなってしまうわけです。時価の一割というような議論しかできなくなってしまうますから、無額面株にすることが一つの大きな解決策ではないかと思うわけです。

仮に時価千円の株があった場合、千円に対して一割配当するとかいうのも一つの考え方です。しかし、やはり配当というのは企業の利益からしかだせないというわけでして、そうなるとやはり企業の利益の中からいくら配当したかという、いわゆる配当性向というものを基準に考えざるを得ないのかな、と。

百の利益のうち五十まで株主に配当で分配し、残りの五十のうちから役員賞与をいくらかとって、残りを企業蓄積するというような考え方が欧米では一般的です。そういう配当性向というものを、欧米なみにいきなり上げてくれというのはなかなか難しいことかもしれません。しかし、現在三〇%くらいの配当性向、つまり三割しか株主に渡していないわけですから、それを徐々に引き上げて欧米なみの五、六割に持っていくべきなのではないでしょうか。

それでも時価に比べると配当が少なすぎるではないかという議論があり得る。そこになってきますと、これもさっき申しあげたように、そもそも時価というのが適正かという議論になります。日本の企業の場合には高成長で、成長期待が強かったため株価がどんどん上がっていたわけです。もし成長がそんなに期待できないとなれば、おのずから獲得できる利益にも制約ができる。あるいは、そこから

行われる配当に見合った株価しかできない。

株価と利益との関係で、P E Rという指標があるわけですが、アメリカのP E Rはいま二〇ぐらいですか。日本は依然として三〇。つまり利益の三十倍まで株価が買われているということになっているわけです。

利益の上がない企業の株価は上がらないというふうになっていくのが本来の姿ではないか。額面中心ということがまだ残存していることは事実です。それで私どもとしては、口を酸っぱくして、配当性向を基準にした配当政策というものはつきりと株主に示すべきではないか、というようなことを言っているわけです。

無額面株への動きというのが一時止まってしまったのは税金の問題があったんですけれども、もう一度無額面株式への動きというものをじっくり出さなくてはいけないという感じがしています。

竹内（常陽新聞） 局長は、いまの証券会社ではもはやだめだということにもなりかねない、というようなことまでおっしゃったんですが、このような営業体質のままで、株式市場は本当に立ち直ることができるのでしょうか。

松野 このままでいけば証券会社不要論になっちゃうかもしれないというのは、いわば証券業界に対する警告みたいな感じで申しあげているわけです。

いわゆるバブルというものがいつから始まったかというのは難しいんですが、仮に一九八五年ころからそういうことになり出したと考えますと、それ以前は、証券業界も、もうちょっと地道な営業をやっていたんですね。大部分の会社はもう少し細かいサービスをして、個人投資家に株式をすすめていたわけです。

ところがバブルになって、先ほど申しあげたように法人がどんどん株式運用をするというようになってきますと、そういう大量の取引をやった方がはるかに稼げる、儲かるというところで、地道な営業をするよりは、そういうものに走ってしまった。

企業の取引というのは、もちろん証券会社もいろいろ言いますけれども、企業自身にも判断能力があるわけですから、証券会社の話をあまり企業は聞いてくれないわけです。そういうこともあって、証券会社の分析力というのは非常に落ちてしまったということが言えるわけです。むしろ企業に頼ってしまっただ。あるいは当時の状況ですから何を買っても上がって儲かった、というようなこともあ

ったかもしれません。

いまの証券業界の姿が昔からずっとそうだったかと言うと、必ずしもそうではない。一時期は債券をコツコツすすめて、特に電力債などは、個人消化が六割とか七割とか言われていた時代があるわけです。最近では個人消化もちょっと増えてきましたが、ちょっと前までは八割、九割が法人に消化されていたわけです。個人は買いたくても買えないといううなことになるってしまっていたわけです。

そういう法人偏重の営業が証券業界の株式の分析力、あるいはアナリストの力を非常に落としてしまった。そういうことをしなくても済んだわけですね。営業マンもそうにして、特に大証券会社のほとんどのセールスマンの場合、自ら分析して推奨するということがほとんど行われていないとも言われています。本店から言ってきたら、それをそのままつないで終わり。万が一失敗しても、それは本社が失敗したのであって私ではない、というところで責任転嫁をしようというような営業のやり方に、ここ五、六年慣れてしまった。ですから、急にいま自分で考えて株をすすめると言っても、とてもそんなことはできないようなセールスマンばかりになっている。

大手証券会社の経営者の人と話をします

と、まずセールスマンの教育から始めなくてはいいけないことを言っている。確かに、そういう点では営業のやり方もバブルのせいで非常に歪められてしまっている。

では教育をやり直すといっても、一体どれが教育をするのか。これがまた問題です。教育をできる人がいない。バブル以前にはそういう営業をやっていたわけですから、その当時の営業の経験者はいらざるんですが、その人達もやはりこの五、六年の安易な営業に慣れてしまっただけの資格もないというようになっているらしい。そんなことをこぼしていてもしょうがないので、やはり何とかそういう営業のやり方を十分身につけるようにしなければいけない。

確かに、証券会社の株式営業における分析力は非常にお粗末なことになっています。そういうことであれば、先ほど申しあげたように、むしろもっとそういうものを集約して投資信託の運用にでも回したらどうかというような話になるわけです。投資信託だけ売っていればいいと言うつもりはありませんけれども、個人の投資家の信頼を回復するには、その辺から始めないとだめではないかと思っています。

株式市場が再建できるかどうかという、おたずねですけども、私は再建できるかどうか

かというより、再建しなければいけないという気がするわけです。再建するためにはどうしたらいいのか。業界が本当に真剣になって、いかに市場に健全な個人投資家の資金がまた入ってくるようにできるかがカギです。そういう危機意識が本当にあるのかというところを、実は非常に心配しているわけです。本当に危機意識がないとすれば、先ほど申し上げたように別の仲介業者を導入してくるしかないということになるわけです。

株式の営業のやり方は、出かけていって勧誘をするというやり方なわけですが、本当に健全な個人投資家をつかもうとするのであれば、むしろカウンター機能を強化して、カウンターで債券・投信を売るところから始めていかなければならない。中にはもちろん好きで株をやっている人もいますから、全一〇〇%そういうものをやめさせようと言うつもりはありませんけれども。

何しろ膨大に蓄積されているお金がありながら、なぜそれが証券市場にうまく流れ込んでこないのかということを考えますと、思い切った営業のやり方の切り替えをしないと無理かなという感じがするわけです。

松本 (日刊工業) 日本の資本市場が四十

年当時のような極東の一島国のローカル市場と違って、これだけ巨大な国際的な市場になっているにもかかわらず、今日のいわば証券不況の段階まで、政策当局の危機管理政策が全く不在だったという感じがしますが……

それからもう一つは、業界のリーディングカンパニーの自覚というものが無いのではないか。最近の状況をみても、リーディングカンパニーの非協力的な姿勢が目立つ。

ある雑誌で「具体的には野村証券の酒巻英雄社長ですが、こういうことを言っております。『当面のいろいろ出されている株価対策をみても問題にならない。小手先すぎる。こんな一時的なことをやっても、またメッキがはがれるだけだ。暗いトンネルから抜け出すには業績回復などを待つしかない』。これについてどう考えておられるかがいたい。

松野 資本市場と言いましてもいろいろありますけれども、証券市場ということでは、非常に難しい。果たしてそれが必要なのかということすら考えているわけです。といいますのは、証券市場というのは、基本的にオープンな市場なわけですから、そこで需給が出てきて価格が形成される。それによって資金配分が行われるという市場なのです。

ヨーロッパは別にしまして、アメリカなどの場合をみておりまして、危機管理というものが表面化してくるのは、あくまでも市場そのものの機能が破壊されるということとまでいくかどうかというところなのです。基本的には価格が変動するからどうこうという問題ではなくて、本当に市場がちゃんと機能しているのかわかるということなのです。

この前もSECの人が来て話しておりまして、日本の株式市場は確かに非常に価格が下落しているけれども、その取引はちゃんと行われているのかということと彼らは言うわけです。彼らの「ちゃんと行われている」というのは、注文がちゃんと出てきて、その注文が成立して、その決済がちゃんと行われるのかということなのです。株が下がっているとか取引が少ないとかいうようなことは問題視していないわけです。ちゃんと市場として機能していればいい。

私もそれはそれに対しては、日本の場合には世界に冠たる決済受け渡し機能があって、まして取引量が非常に少ないから受け渡し決済が滞るなんてことは起こり得ない、と。それから出てきた注文がちゃんと処理されているのかどうかという点については、それは不公正な取引が出てくればチェックはするけれども、それ以外の取引はちゃんと注文が出て、

しかも出た注文が成立しているかといえば、だいたいほとんどの部分が成立している、と説明しています。

当然、大きな証券会社がつぶれるとか、あるいは金融機関が経営不安に陥って、それが全体の決済機能なりに影響を与えるということになれば、これは文字どおり危機管理手段を取らざるを得ないわけです。そういう状態にならない限りは、いかに証券市場の価格が低迷し、ボリュウムが減ったからといって、それが危機だとは思わない。それを危機だと言うと、人為的な株価対策なり取引量を増やす対策をとらなければいけないことになるわけです。それはやるべきではないだろうというふうに思うわけです。

ヨーロッパの場合には若干違います。銀行が証券業務と一緒にやっていますから、銀行としての危機というようなものが、もし証券業務の方から来るということになればこれは大変なことです。もう少しガードが固いと思います。証券と銀行が分離しているアメリカや日本の場合、特にアメリカの考え方というのは、いま申しあげたように、証券市場の危機は機能がワークしなくなるということだけが危機なんだ、という割り切り方をしているわけです。

日本の場合にはそこまで極端に割り切る必

要はないと思うのです。やはり若干はそれにプラスアルファして、証券市場が沈滞すれば景気に悪影響を与えるとか、心理的に影響を与えるとかいうような点を全く無視していいとは思えません。しかし、いまの状態は果たして景気に悪影響を与えているのかどうかよく分かりません。あまり与えていないというふうに言えるのではないかと思います。

株式市場というのは一体何の役割を果たしているのかと言えば、かつては大量の資金調達のための場所を提供していたわけです。そして、いま現在の市場をみた場合、株式市場は国民経済の中でどれだけの役割を果たしているのだろうか。一般の大衆とは無縁の存在みたいな形になってしまっているのではないだろうか。

そうは言っても、ニューヨーク、東京、あるいはロンドン、最近ではパリもかなり市場が大きくなっております。もしその辺が連鎖的に反応しだして、お互いに影響を与え合って、どんどん市場で価格が低落するというようなことになってくれば、これは国際的な話し合いの場というのも急ぎや設けて対応しなければならぬ。

そういうときのための、いわゆるコミュニケーションの手段というのは常に用意されているわけです。ダイレクトラインみたいなも

のといえますか、電話番号などは全部分かっているわけで、ともかくすぐ電話をするという事で対応するという事はできるわけです。

もう一つのリーディングカンパニーの問題ですが、これはまさにご指摘の通りだと思えます。先ほどから申しあげているように、証券界が低迷の原因を自分たちの外に求めるということは誠に慎むべきことです。もちろん外にも原因はあると思います。企業業績は現に悪化しておりますから、それが株式市場に影響が無いとは言いません。しかし、株価対策というものについて批判をする前に、やはり証券業界が自ら、どうやったら証券市場に個人の資金をうまく導入できるのか、ということに向けて努力することが必要なのではないかと思います。

どうも一回、法人取引のうまみを味わったものですから、なかなか難しい個人営業の方に力を入れることができないような状況になっております。ただやはり、あまり外から株価対策、株価対策という事を言われることが、市場に決している影響を与えないということ、関係者としては言いたいところではないかな、という感じはするわけです。

大谷 (朝日OB) 日本の株価はいまだに

高過ぎると思っているんです。いまの日本の株価というのは本当に安すぎるのか。対策をしなくちゃいけないのか、ということをお聞きしたい。

松野 政府として緊急経済対策を打ち出しましたが、これには株価対策という言葉は使っていません。

現在の株式市場において、企業の資金調達がむずかしいような状態になっている。株式市場としての機能の中には、もちろん投資家の資産の運用ということもあるけれども、当然企業の資金調達の場合ということもある。その機能がワークしていないということを指摘して、それをどうワークさせるかということが、ひとつ緊急経済対策の中に入っております。

確かに株式市場は資金調達の機能を十分果たしていないことは事実ですが、一方で債券市場は非常に規模が拡大しています。例えば平成三年度では、証券市場からの企業の資金調達額は十四兆円に上っているわけです。十四兆円というのは昭和六十二年よりも多いわけです。六十二年度は確か十三兆八千億円ぐらいだったと思います。従って、大量の資金調達が始まった時期とはほぼ同じぐらいの資金調達がすでに行われているわけです。量的

には証券市場は十分、企業の資金調達に応じているということが言えると思います。

ただ問題は中身です。十四兆円のうち六割くらいが社債なわけです。ところが、六十二年度ではほとんどがエクイティファイナンス、さっき申しあげた株とか転換社債です。これは結果的にはコストが安かった。コストが安いということは配当利回りが低いということになるわけですが、そういう資金調達が行われていた。

ちょっと横道にそれましたが、株価水準そのものについては行政当局が判断すべきことではない。適正な水準はどこか、いまの水準はどうか、ということについては、私どもとしては判断しない。問題は、いまだこういう状態に市場がなっていて、市場が十分機能を発揮しているのかどうかを、行政当局としては考えているわけです。そうなりますと、いま申しあげたように、少なくともエクイティファイナンスが十分行われないということになっている。そういう機能が発揮できなくなっているというところに対して、何とか解決策を見い出さなければいけない。

やはり、何らかの形で株式の超過供給状態があつて、それが新たな追加供給ができないような市場になっている。やはり貯蓄資金というものをある程度、証券市場に導入しないこ

とは、それは解消していかない。だから株式市場の機能を回復するためには、株式にお金がくるようにしなければいけないということになる。

それが結果的に、株価を上げることになる可能性はかなり高い。しかし、水準を上げなきゃいけないということを申しあげるつもりはない。これは、市場が十分役割を果たさなければいけないところからくる話なわけです。

確かにいままでの日本の企業というのは非常に高成長をしてきたわけです。その中でどんどん株価が上がる。常に株は上がるものだという神話みたいなものがあつたわけです。今後はどうかと言われると、それは日本経済の今後にもからんでくるわけですが、いろいろな面で構造変化を迫られています。あるいは企業経営のやり方も変えなくてはいけないということを言われています。

いままでのような形で成長優先、あるいは市場シェア優先のような経営をやっていくわけにはいかないということになれば、おのずから企業の成長力というものも、いままでほどではないのではないかと。

そうすると、キャピタルゲインが狙えないというようなことになってくるわけです。キャピタルゲインが狙えないということになる

と、配当利回りがあまりにも低いのではないかとという話になって、株価水準がまだ高いじゃないかという議論が大いに起こりうるわけです。

従って、株価対策といいますが、言葉の意味合いが違う。私どもは株式市場対策と言っております。それは、株式市場を安心して資金調達ができ、あるいは資金運用ができるような場にするということで、それが行政の課題であるというふうに考えているわけです。

(文責・編集部)

松野允彦氏略歴 一九三八年生まれ、東京大学法学部卒。六一年大蔵省入省。銀行局銀行課長、同総務課長、関東信越国税局長、大臣官房審議官(証券局担当)、同(銀行局担当)などを経て、九〇年六月から証券局長。

シリーズ研究会「証券問題」

①松野 允彦 大蔵省証券局長 (92・4・27)

②長谷川正名 証券団体協議会顧問 (92・4・30)

③松本 和男 経済評論家 (92・5・1)

④佐藤 光夫 東京証券取引所副理事長 (92・5・1)

⑤稲葉 圭亮 UBSフィリップス・ア
ンド・ドリュール証券社長 (92・5・14)

※講演を録音したテープをお聞きになりたい方は、クラブの受付(三五〇三一二七二一)までお申し出ください。라운ジのブースでお聞きいただけます。

レストランメニュー

APPETIZER

アラスカ特製フォアグラ 1,000円
 鮭の燻製 1,200円

エスカルゴ アラスカ風 1,600円

SOUP

ポタージュ 400円
 コンソメ 400円

オニオングラタン 550円

SEA-FOOD

車海老トマトソース煮 1,100円
 鮭のバター焼 900円
 鮭のフライ 900円
 舌平目のボンファム 900円

舌平目の網焼 900円

今月のおすすめメニュー

2〜3品 3,000〜4,000円

CHARCOAL BROILER

サーロインステーキ(外国産) 3,300円
 (国産) 6,500円
 仔牛肉のステーキ 3,500円

テンダーロインステーキ(外国産) 3,300円
 (国産) 6,500円

仔羊背肉のグリル 1,400円

SALAD

ハートレタス 400円
 スライストマト 400円

トスサラダ 400円
 コンビネーション 600円

ENTREE

仔牛肉のカツレツ
 マッシュルームソース 1,000円
 牛肉のストロガノフ風 1,300円
 牛舌肉の煮込み 1,400円

ステーキハム
 サワークラウト添え 900円
 若鶏のソテー 800円
 シャリアピンステーキ 2,900円

DINNER

(A) ステーキディナー

オードブル又はスープ
 フィレステーキ
 サラダ
 デザート
 パン、コーヒー
 3,800円

(B) ロブスターディナー

オードブル又はスープ
 ロブスターチーズ焼きグラタン
 サラダ
 デザート
 パン、コーヒー
 3,800円

(C) フルコースディナー

オードブル
 スープ
 魚料理
 肉料理
 サラダ
 デザート
 パン、コーヒー
 6,000円