

演 田 高 下 の 証 券 市 場

講

三 國 陽 夫

小山理事長　まだお見えになっていない方もいらっしゃるようですが、時間になりましたので講演会を始めます。

本日の講師は、株式会社三國事務所代表の三國陽夫さんです。高名な方で、皆さんもよくご存じと思いますが、恒例に従いまして、講師の略歴をご紹介します。

三國さんは、昭和三十八年東京大学法学部を卒業後、野村証券に入社されました。翌三十九年から四十二年にかけてニューヨークにご在勤になり、その間にアメリカの証券アナリスト試験に合格され、四四年には、日本人として最初の米国公認証券アナリストの資格を取得しておられます。昭和五〇年に独立して現在の三

國事務所を創設され、企業の財務分析に基づく企業活動の評価のお仕事をしておられます。また、五八年からは、日本企業が発行する社債の格付を、いわゆる三國債券格付として内外に提供しておられます。三國さんが最近お出しになった『円の総決算』という著書は、我が国の経済構造を鋭く分析した書として注目されるなど、経済評論家としても大変活躍をしておられます。

三國さんには、以前にも何回かこの講演会の講師をお願いしていますが、本日は、「田高下の証券市場」というテーマでお話いただくことといたしました。

それでは、三國さん、よろしく願います。

一、はじめに

ただいまご紹介にあずかりました三國でございます。それでは、本日、「円高下の証券市場」ということでお話を申し上げたいと考えております。

証券市場と申しますと、社債と株式と二つございますが、実は、私も社債の格付というところを通じまして、社債の分析、あるいは社債市場というものをよく見ておりますけれども、日本の証券市場においては、この社債の市場というものは、今までのところ余り大きな役割を果たしてきておりませんので、社債の見方ということについては、どちらかといいますと皆様方不案内のようでございます。逆に、株式というものを通じて見ます経済の様相とかいったことについては、皆様方非常に詳しいと思いますが、株式の見方と社債の

見方ということを一口で申し上げますと、実はその見方が非常に違うわけでございます。

よく例えて申します表現の中に、コップの中に水が半分あると、一人はそれを半分もあるといって喜びますし、片一方の人は半分しかないといって悲しむという表現がございますけれども、社債の投資家というのは、よくて元本と金利を約束しており払ってもらえるということでございますものですから、すべて悲観的に見ていくというんでしょうか、楽観的に見る理由がないのですから、すべて悲観的に物事を見るのが社債の分析の基本でございます。ところが、株式の投資の場合は、うまくいけば一〇倍、一〇〇倍になって元本が戻ってくるわけでございますから、どちらかというところと楽観的に見る視点ではないかということでございます。

したがって、証券市場という題名でお話し申し

上げますときに、どちら側から見ているのかというところが非常に大事なポイントになると思います。

きょうは、私といたしましては、どちらかといいますと株式という見方ではなくて、社債の格付、社債のマーケットを通じて見た日本の証券市場ということをお話し申し上げていきたいと思っています。

現在、株式市場は若干活況を戻してきておりますけれども、景気の動向を見ましても、また、在庫調整というのかなり長期間にわたって続いてきておりますから、短期的に見たら、恐らく景気回復という点については、比較的明るい見通しがこれからだんだん広がっていくと考えられますが、逆に、社債的な視点から見た日本の経済構造の問題ということから申し上げますと、むしろこれからいろいろな意味で本格的な構造の変革、あ

るいは変化が出てくるのではないかと見ております。

まず、今日申し上げることにつきまして、三点にまとめることができると考えております。

第一点が、経常収支の黒字が大幅に減少するまで円高は続くのではないかと考えております。そして、その結果、輸出立国というんでしょうか、輸出を中心として設備投資をもとにした高度成長、そういう経済成長の仕組みが終わりまして、輸出と輸入のバランスがとれた形になる、いわゆる貿易立国といったシステムに変わるということが、今後三年から五年ぐらいの期間を経て、本格的に起こってくるのではないかということが第一点でございます。

第二点目が、そういう構造変革が起こる中で、教科書にも書いてありますような金融に付随いたします三つの大きなリスクが、すべて顕在化して

くる。そして、そのリスクが、すべて金融商品の価格に反映されるようになるのではないかと見ているわけでございます。

その三つのリスクと申しますと、一つは信用不安リスクというんでしょうか、企業が倒産する、しない、それによって、社債の元利がきちっと支払われるかどうかについて非常に不安な状態が発生する、あるいは実際に払ってもらえない状態が起ることということでございますでしょうし、二つ目のリスクとしましては、金利が変動するリスク、要するに、金利というものが短期にしろ、長期にしろ、日本の場合は比較的、大蔵省、日銀が管理できてきたわけでございますけれども、これが市場原理に負かされてしまう、恐らく、需給関係で純粹に決まるような状態になっていくのではないかと考えております。三つ目は、流動性喪失リスクといわれておりますけれども、一番はつき

り見られますのは、株式とか土地を実際に売りに出した場合に、相場表に出ているような価格では売れずに、大幅に値段を下げてようやく買い手が見つかる、あるいは買い手が見つからない場合もあり得るようなリスク。八九年末のバブルが破裂する前までは、そんなことはだれも考えてもいなかったんでしょうが、実際には、そういう流動性喪失リスクというものが現実のものになっていく。それは今日も続いておりますけれども、こういう流動性喪失リスクというものは、今までほとんどくはないとしましても、今後ともに、一応そういう状態が起きることを皆様方が想定した上で行動する時代がくるのではないかと考えております。

第三点目は、証券というものが、今までの非常に安全な証券投資という概念から、リスクの伴う証券投資という考え方に切り変わっていくと考え

ております。ということは、投資家保護とか社債権者保護という言葉でいわれております、投資家に損をさせない、あるいは、投資家は損さえしなければいいのだという世界が終わりまして、市場におきまして公正な証券の価格形成がされる、要するに、それは損をする、得をするというのはなくて、市場の公正な価格形成によって損をする人も出てくるし、得をする人も出てくる、それがいいのであるということに変わっていく。要するに、ある意味ではリスクというのは当然のこととして、投資家、発行会社、あるいは証券会社の方々も受けとめる時代が変わっていくということでございます。

本日は、この三点について説明を申し上げたいと考えているわけでございます。

一、經常収支の黒字が大幅に減少するまで円高は続く

(一) 円とドルで見た見方の違い

まず、第一点目の、經常収支の黒字が大幅に減少するまで円高が続くのではないかという議論でございますけれども、円高の問題というのは、相当深刻な問題になってきているわけでございます。

先ほどご紹介いただきましたように、私は一九六三年（昭和三八年）に野村証券にお世話になりました、三九年二月にニューヨーク支店に転勤になったわけでございます。その当時、アパートのドアマンにドアを開けてもらって払う、最小のサービスに対するチップの金額は二五セントでございました。そして、その当時一ドルが公定レ-

トで三六〇円でございましたけれども、本当にドルが欲しい場合に闇ドルを買いますと、一ドルが四〇〇円でございます。ということは、二五セントというのはちょうど一〇〇円でございます。

たまたま昨年の秋に、ニューヨークに三〇年後訪ねたわけでございます。その間も何度も行っておりすけれども、ちょうど一〇〇円台の円高のときにニューヨークに参りまして、やはり同じようにドアマンにチップを払ったり、コートを預かってくださったサービスに対してチップを払いましたときに、最初の単位がどうも一ドルのようでした、一ドルを払っていたわけでございますけれども、そのときふつと気がついて、これは一〇〇円だなと考えが及んだわけでございます。ちょうど三〇年前にも、二五セント一〇〇円というチップを払っておりましたのが、三〇年たった今も、一ドル一〇〇円を払っているわけでござい

ます。

アメリカ人のサイドから見ますと、二五セントが一ドルへふえておりますから四倍になっているわけです。年率に直しますと約四〇五%の伸びを示しているわけでございますから、一応、ほぼインフレに見合うサービスのチップの金額の増加はあったわけでございますけれども、日本人から見ますと、コストとしては全くふえていないことになるわけでございます。

そして、野村証券にお世話になったところは、しかし初任給が二万円弱でございましたけれども、今は、日本では初任給が二〇万円前後でございすから、要するに、買ってもらうお客様であるアメリカの方々の所得は、ごく大ざっぱにいいますと一〇〇円が変わっていない。ところが、つくる方の給与はその間に一〇倍になってしまった。これは、日本からアメリカに輸出することが極めて

難しくなってきたということを、端的に物語っているのだなと考えたわけでございます。

とにかく、ここまで円高になったということは、日本の輸出を中心とする成長政策が極めてうまく働いたということでございますけれども、日本の巨大さ、あるいは成長の仕方というものにつきましても、今申し上げたように、日本人が円で見える見方と、外国人がドルで見ている見方とは、かなり隔たりがございます。

日本が二けたの成長をしてまいりましたのは一九七〇年ごろまででございます、平均しますと大体一五%ぐらいの成長でございました。七〇年代に入りますと、変動相場制に移行したということ、あるいはオイルショックが二度もあったということを含めまして、成長率は二けたから一けた、八〜九%ぐらいの成長率に大幅に鈍化しているわけでございます。

ところが、七〇年から現在に至るまで円高が進んでおりますから、ドルベースで表示いたしました日本の成長率、すなわちドルの通貨から見た、あるいは外国から見た日本の成長率は一四%平均という数字になりますから、これまた向こうから見ますと戦後四十数年間二けた成長、年率一四〜一五%の成長率がずっと続いてきたということでございます。ということは、海外から見た日本経済というのは、本当に大きくなってしまったということになるのではないかと思います。結局のところ、日本経済というものは、かつての一小国から、あつという間に巨大な国になってしまったということでございます。

こういう円とドルで見た見方の違いというのは、いろいろ／＼な形で、日米間の問題の所在が両方ともに理解しがたい状態をつくっているのではないかと思います。一九八五年のプラザ協定の前後

から円高が急速に進み、日本から円ベースで見ました輸出は全くふえていない横ばい状態でございます。ところが、円高のために、ドルベースで見た日本からの輸出は二倍になっております。ということは、日本国内の、特にメーカーの方々にい合わせれば、自分たちは輸出を抑えてきた、全くふえていないじゃないかということになるわけでございまずけれども、アメリカ側から見ますと、ドルベースでは倍になっているわけです。ドルベースで倍になっているということは、彼らにしてみますと、売り上げを倍も奪われてしまった。この間、日本のメーカーさんが売り上げを倍にして、自分たちの売り上げを奪っていったんじゃないかということになるわけでございます。

このような状態は非常に不幸なことでございます。して、先ほど申し上げたように、さはさりながら、円高というものが今後かなり厳しい状態を企業

経営に及ぼすと考えておりますが、逆にいいますと、円高が本当に効いてくる形が出てきますと、輸出が減ってきて輸入がふえるような状態で、円とドルが仮に安定するといえますと、今度は、日本の成長率が円ベースで三〇四〇％であっても、ドルベースでも三〇四〇％ということになりますから、それこそ普通の国になる。今までは円高があったんで、海外からは普通の国に見づらかったということになるのではないかと思います。

(二) アメリカの考え方

たまたま先週の金曜日に経済同友会で、米国のクリストファー国務長官が講演をなさいました。そのときに、私も講演を聞く機会がございましたが、そこでも、日米間の考え方のずれというのが、私には極めてはっきり理解できたように思いました。

まず、米国の方では、国際経済上、日本の経常収支の黒字が恒常的に続くことは非常に不安定であるという理解があるということでございます。

これは、経済学的に説明がいろいろされることも必要でございますけれども、一口にいえば、国家間の債権債務関係を解消するのはなかなか難しいということがございますものですから、債権債務関係が一方的に拡大することは、できるだけやめておいた方がいいという判断が、歴史的に確立されている議論としてどうもあるのではないかと思います。そのあたりが、日本サイドでは経常収支有用論というものがございまして、必ずしもそういう議論にはなっていないことがあると思います。

二番目に、アメリカの方からいわせますと、経常収支の黒字が非常に問題であることを日本が認めて、昨年の宮澤・クリントン会議では、その黒

字削減を当然行うことを両方で合意をして、しかも削減の程度をはかる方法を交渉することを約束したととっているようにございます。ところが、細川・クリントン会議では、黒字削減の程度をはかる方法について合意ができなかったということ で決裂したことになります。ただ、その中で黒字の拡大はまだどんどん続いていたというところを、アメリカサイドとしては、日本が約束を守らないじゃないかととっていることが、その講演の中でもにじみ出ていたように私は理解することができました。

その次のポイントとしていっておりましたのは、結局、冷戦構造が終わったということは、いろいろな意味で日米関係の見直しが始まっているということでもあります。いってみれば、アメリカは冷戦の中で、大砲の経済というんでしょうか、軍需産業というものを大事にしてきたわけござ

いますけれども、それを平和経済、あるいはバターの経済といったものに切りかえを始めているということでございます。したがって、アメリカとしては、耐久消費財、自動車産業といったものをこれから大事に育てていかなければいけない、あるいはそれを復活させていかなければいけないということも考えているわけでございます。

同時に、今までは日米安保体制を中心とした外交・軍事関係というものが、経済関係よりもはるかに大事な関係と理解しておりましたが、今後は、経済関係、経済問題が外交・軍事関係と同列になったということを強調しております。これは、やはりアメリカとしては、この経済関係について本格的に取り組むということを示唆していると考えてできると思います。

結局そういうことで、アメリカの方としては、日本の経常収支の黒字を本格的に減らしてくれと

いうことでございますが、先ほどもちょっと触れましたように、日本側の理解というのは、経常黒字有用論もあって、必ずしも減らす必要はないんじゃないかという議論がある程度あります。また、たまたま今は景気のすれ違いによって一時的に黒字が拡大しているけれども、日本の景気が回復すれば、まあまあ解消するのではなからうかという議論もあります。

それから、本当に経常黒字を減らすことを深刻に考えてみた場合に、終身雇用制のもとでは経常収支の黒字を減らすことはなかなか難しいわけでございます。ということは、黒字を減らすためには輸入をふやす、あるいは輸出を減らすといったしなくても、日本国内の生産量を減らすことになるわけでございますから、その場合に、構造的に生産量を減らすということになったら、やはり設備も廃棄しなければいけませんでしょうし、あるい

は雇用の方も、終身雇用を見直さなければいけないということがあるわけでございます。

したがって、日本としては、積極的には何もできない。ただ、過去においても何度も何度も日米経済摩擦の問題はありましたけれども、その問題がアメリカ側から提起されたときに、日本側としては非常に深刻な顔をして一生懸命騒いでいれば、そのうちその騒ぎもおさまって、またもとのおりにやれるようになるというのが今まででございましたので、どうも今回も、いろいろな意味で同じようになるのではないかという期待感があるように私には見えております。

(三) 円高の持続とその影響

では、本当にそうでしょうかということが大事なポイントになると思いますけれども、いろいろな日本の産業の構造を見ますと、経常収支の黒字は

簡単に減らないということは、ある程度明々白々であると思います。結局、経常収支の黒字が続くということは、輸出が輸入を上回ることを中心として、日本側にドルが手取り金としてたくさん入ってくるということでございまして、結局のところ、このドルを再び長期の海外投資として、戻らない形でしっかりとドルを押さえ込むことができるかどうか。

例えば、アメリカで不動産を買う、あるいは企業を買収するとかいう形でドルを固定化することができるかということでございますけれども、これも皆様ご案内のように、一九八〇年代に、そういうことをするために、日本の銀行が信用創造を中心として、金融緩和をしながら国内でお金を余らせて、その結果、海外に長期投資が出るような形でお金を固定化する、海外においてドルを固定化するということができたわけですけれども、バ

ブルが崩壊した後、金融機関がダメージを大変受けまして、そういうことが非常にしくくなったということがあるわけでございます。ということは、黒字のためにドルが比較的手持ちになってきますと、それが素直に為替市場で売られていて、円にかえられていくという傾向が非常に強いわけでございます。

この間、日米首脳会談が不調に終わった前後に急速に円高が進みまして、ヘッジファンドが多額の損をしたということが新聞に報じられております。この現象は非常におもしろい現象でございます。と申しますのは、日本もアメリカも、それからほかのG7の国々も、私も全員に聞いたわけではございませんけれども、中央銀行の方々を中心にいろいろな機会に話を聞いておりますと、だれもが円高を望んでいないということは確かでございます。アメリカでも円高を全く望んでいません。

たわけでございます。しかし、その円高に動いてしまったところが非常におもしろい点でございます。

というのは、普通ヘッジファンドの連中というのは、政府がやることに対して反対の行動をとりましてお金を儲けるというんでしょうか、政府が支え切れなくなって投機を成功させるところに一番活躍する余地があるわけでございますけれども、今回みたいに、G7の政府全部が円安を望んでいた中で、しかも円安の方向にスペキュレーションをやって損をしてしまった。どういうことをそこから読み取るかということになりますと、やはり非常に大きなポイントを示唆しているんじゃないかと思います。それはどういうことかといえますと、債権大国である日本が経常収支の黒字を恒常的に続けますと、ドル価格を支持することがなかなか難しくなっている。要するに、ドル相

場を支持すること自体が非常に難しくなってきたというところが、ここから読み取れるメッセージではないかと思っています。

結局、私の見通しでは、経常収支の黒字が続く以上、円高が続いていくと見ております。そういうことで、経常収支の黒字が減少するまで円高が続く状態が見通せるということでございますと、結局、円高がいろいろな形で大きな影響を与えることになると思います。

まず第一に、企業の採算への影響です。一つは、輸出の手取り金の目減りでございます。

二つ目は、かつてのように原材料の輸入が中心の場合にはそれほど問題ではないんですけども、製品輸入がこのところへきてふえてきておりますが、製品輸入がふえてくるということは、国内の生産量に大きな影響を与える。要するに、原材料だけのときは、その値下がりだけがプラス

として出てきたわけでございますけれども、製品の輸入がふえることになりますと、やはり国内の生産に影響を与えるということで弊害が出てまいります。

三つ目は、労働賃金というのは、春闘の状態を見ておりまして、いまだにある程度の上昇が要求されるわけでございますけれども、先ほどから申し上げているように、仮に一年たって円高が五%、一〇%続くということになりますと、今回の春闘が三%であっても、国際的にいいますと八%ないし一三%の労働賃金の上昇になるわけでございますから、これは、製造業の方々にとっては非常に大きな負担になるということでございます。

第二に、円高というものと、それから「負債デフレ」と私は申しておりますけれども、このバブル期において、株式、土地を借金によって多額にお買いになった経済主体、企業ないし個人におい

では、資産の値下がりがあるのかかわらず、負債の方はそのまま額面どおり残っておりまうから、元利支払い能力が非常に厳しい状態になりますが、それに加えて、円高によってすべての製品の需給関係に、どちらかというと供給過剰状態というものが起こるわけでございます。輸出が少なくなつて輸入がふえるということはそういうことでございますから、これもその中で非常に大きなインパクトになってくる。要するに、経済主体としては、借入れの元利支払い能力が極めて圧迫を受けることになるわけでございます。したがつて、企業の採算というものは、そういう点から非常に厳しいことになるのではないかとということでございます。

第三に、輸出がそういうことで伸びなくなつてくる、あるいは製品の輸入がふえてくるということになりますと、これは構造的に国内の設備投資

に大きな影響を与えてくると理解できると思ひます。最初の段階ですと、輸出を中心としている自動車、あるいはエレクトロニクスとかいうことでもありますでしょうけれども、それ以上に素材メーカーというんでしょうか、鉄鋼、化学といったところ、さらに電力会社にしても、自動車を組立加工するときなどに電力を使ひますし、そういうことからいひますと、電力だとか運輸とか、幅広い裾野のサービス産業も含めて、やはり設備投資に大きな影響が出てくることにもなつてくると考えております。

(四) 必要な政策転換―利子の総合課税

そういうことでございますので、何とかこういう状態から抜け出るために、恐らく大きな経済的な政策の振りがえが必要となつてくるということを考えております。

端的にいいますと、日本の場合には家計部門。

GNPの構成部門というのは、家計と企業と政府、それから海外部門の四つに大きく分かれるわけでございますけれども、この中で家計部門が最大の部門でございます。日本の場合には、昭和一五年の戦時体制に移る税制改革以降、家計部門の税金の取り扱いが大きく変えられてきているわけでございます。昭和一五年以前は、現在のアメリカと日本のやり方は一緒でございます、それは所得税で、法人も個人も同じように取り扱っていたわけでございます。その最大のポイントは何かといいますと、金融商品から出てくる所得は課税所得に入れて、そのかわり借金をして資産を買ったときの金利負担を損金算入する。要するに、資産を購入することについて、家計部門あるいは個人が企業と同じような状態にあるというのが戦前のやり方、あるいは現在のアメリカのやり方です。

ございます。もちろん、細かくいうと制約とかいろいろありますけれども、基本はそういう形になっていたわけでございます。

ところが、昭和一五年以降、シャープ税制の戦後の一時期を除きますと、家計部門は住宅投資をするという形ではなくて、逆に貯蓄をする道具という形での税制になってきたわけでございます。金融商品からの所得は、特に受取利息、預金金利は、六年ぐらい前まではマル優がございまして、税金が全くかからない形になっておりましたし、今でも二〇%の分離課税になっているわけでございます。

逆に、住宅ローンの金利も、若干の少額についてはある程度ございますけれども、大きな家をつくったときに、その負債利子の損金算入を全部認めるということはやっておりません。ということでは、皆様方法人の経営をなさっている方が多うござい

ざいますから、個人がお金を借りて投資をするときに、法人と比べますと、その負担が非常に過大なものになるということはよくわかりただけだと思いますけれども、こういう状態を一八〇度変えなければいけないというのが私の自説でございます。

それはどういふことかといいますと、要するに、家計部門について、金融商品から出てくる所得はできるだけ総合課税をして、そのかわりできるだけ広い範囲で借金をした場合の金利は損金算入できるようにする。特に住宅の場合は、そういう形が必要ではないかと考えているわけでございます。昨日の日本経済新聞の「中外時評」というところに、論説副主幹をしていらっしゃる三橋さんという方が、利子所得の総合課税というものがこれから必要だということを論じておられましたけれども、まさに私も、三橋さんの議論のとおり

というふうに考えております。

結局、株式市場と若干の関連で申し上げますと、預金金利の場合は、今仮に二%が預金金利だといえますと、二〇%の分離課税ということでございますと、一・六%の税引き後の利回りになるわけでございます。ところが、株式配当の場合は、今一%弱でございますけれども、これも多額になりますと総合課税の対象になってしまう。そうすると、〇・六とか〇・七という世界になってしまうわけでございます。ということは、株式と預金とは、税引き後の利回りにおいてかなりの格差が出てくることになるわけでございます。

これを私が申し上げているようなやり方にいたしますと、預金金利の二%は、もし税率が地方税も含めて五〇%がその方の限界所得税率だといえますと、一%になってしまう。それから配当金の方は、もし仮にそういう総合課税の制度にいた

しますと、ある程度今まで以上に二重課税の調整がしやすくなるということもありますから、一％に近い税引き後の配当利回りになる可能性があるわけでございます。ということは、配当と預金の利息を比較しながら、投資家の方々がお金を動かすことができるようになるということでございます。ですから、私はどちらかといいますと、利子所得の総合課税の動きが出ますと、株価の方が強くなる可能性はあるのではないかと理解しておりますが、いかがなものでございましょうか。

以上が第一点でございます。結局円高が続く中で、企業の採算の悪化が続きまして、そして輸出が減ってくる、あるいは輸入がふえてくるということで、いずれ経常収支の黒字が大幅に減少することになって、円とドルの関係が安定化していくということ、それによって、日本の経済成長というものが普通の国になっていって、摩擦が減っ

てくることになろうと考えているわけでございます。

三、直接金融への移行と三つのリスクの顕在化

(一) 社債市場の拡大

ということは、リスクといったものが、すべての経済活動の中で出てきて意識されるようになってくるわけでございます。これはどういうことかと申しますと、日本の製造業あるいは非製造業も含めて産業全体が、国内の需要に比べますと、人の点でも、物の点でも、金の点でも、余りにもミスマッチが大きくなっておりまして、これを解消しなければいけないということに追い込まれていくわけでございます。ということは、お金の面から見ますと、非常に大きな変化が出てくることに

なると考えております。

これまでの日本の金融の仕組みというのは、いわゆる間接金融優位性といわれておりまして、家計部門が最大の貯蓄部門でございますけれども、家計部門から出てくる貯蓄を預金という形で集めて、それを企業に設備投資資金という形で貸し出す。そして、それによって輸出が可能となって、輸出を拡大することによって設備の稼働率が維持できて、すべてうまくいって、高度成長というものになっていったわけでございますけれども、この産業の調整をいたしますときに、預金で集めてきたお金でつくった設備を廃棄するというのは大変なことになる。預金も壊してしまうことになりかねないわけでございます。

日本の場合には、今まで大蔵省が銀行をつぶさない、銀行が上場大企業はつぶさないという信用のリスクというんでしょうか、企業倒産のリスク

が基本的にはない形できたわけでございますけれども、これが完全に無理になってしまふことになるわけでございます。預金を経由してお金をつけることが難しくなってくるということになるわけでございます。ということは、直接金融というんでしょうか、有価証券をもととして企業と個人を直接に結びつける、要するに、銀行預金を経由しない資金の調達と運用の仕組みが、これからは非常に必要となってくるということです。

これが今後の証券市場に大きな影響を生んでくると思いますが、昨年来の金融制度改革で行われていること、例えば銀行による証券業務への進出、あるいは投資信託業務への進出というのは、証券業界の立場から見ますと、競争が激しくなるのかなという議論があるかもしれませんが、マクロの経済から見ますと、銀行が証券業務に出るということは、究極的には銀行が預金を

經由しないで直接個人と企業とを結びつけるような、直接金融というものをもっともつとふやしていく方向に動いていくと理解することができると思います。

それからまた去年の一〇月に商法が改正されまして、それまでございました社債発行限度額という、明治以来一〇〇年近く続いてきた社債を発行することにおいて、限度をつくって厳しく制限をするやり方が撤廃されまして、社債発行は、少なくとも商法については自由ということになったわけでございます。ということは、やはりその中にも、有価証券をこれから拡大していく方向性が極めて明確に示されるようになってきたのではないかと考えることができると思います。そうなりまして、証券市場が今後大きく拡大する。特に社債の市場で大きく動いてくるのではないかと私どもは見ておるわけでございます。

社債は、電力債も含めてすべての製造業、非製造業、即ち金融機関を除いた企業の社債と見ておりますけれども、これをいろいろ計算して、企業の金融の仕組みその他から予想いたしますと、かなり楽観的な予想かもしれませんが、私どもの予想では、一〇年間で残高が一〇倍になってもおかしくないと見ているわけでございます。ですから、百数十兆円の残高になってもおかしくない。それは、銀行の貸し出しを社債によって借りかえる形で起こると見ているわけでございます。

それから、社債の売買回転率は、いろいろ調べられた資料などを見ますと、アメリカの大体一〇分の一の状態であると理解されておりますけれども、これももちろん社債登録制度とか、あるいは源泉徴収課税制度等々をいろいろ変える必要はございますけれども、大体残高がふえていきますと、そして本質的に社債の市場が必要となってくる

るということを加え合わせますと、売買回転率が仮にアメリカ並みになると、今までの回転率の一〇倍になる。一〇倍、一〇倍を両方掛け合わせますと、売買高は一〇〇倍にふえる可能性がある。

社債の見方は非常に悲観的であると申し上げましたけれども、ここだけはどういうわけか、株式投資家の見方みたいに強気になりますが、いずれにしろ、社債のマーケットが非常に大きな拡大を見せることは可能性としてかなり高いと考えることができると思います。

(二) 三つのリスクの顕在化

そこで、信用、金利変動、あるいは流動性リスクがこれからすべて顕在化するということについて、簡単に説明しておきたいと思います。

日本の経済の成長してきた仕組みを見てまいりますと、今までのところ、いろんな形でリスクが

排除されるようになっていたと申し上げました。それは、具体的にどう見ているかといいますと、要するに、企業の活動の中で一番大きなリスクは設備投資でございます。設備投資をするときは、設備投資が終わったときに、それが本当に稼働するかどうか、製品が売れるかどうか、そして利益が出て回収できるかどうかが皆様方の一番の心配でございます。

日本の場合には、特に戦後アメリカが、冷戦構造下において、日本から耐久消費財を中心とする製品輸入をして、自分たちの国の経営資源は軍需産業に向けたこともございまして、日本からの輸出が非常に順調にふえた時代でございました。ある意味では、輸出が青天井にふえるということとは、設備投資をする判断をするときに、要するに、「国内の需要が間に合わなければ、輸出があるさ」というのでしょうか、輸出で逃げることができる

ということでした。ということは、設備投資の稼働率について、まず心配する必要がなかったというのが、日本の企業の、特に製造業においての実感ではないかと思います。

ということは、とにかく設備投資を先行させていけば、いずれ内需も追いついてくるだろうし、内需が追いつかない間は、輸出が面倒を見てくれるということで来たわけでございまして、この世界では、設備投資が本当の意味で失敗に終わることはまずないということがあったわけでございます。ですから、日本が海外に追いつけ追い越せということをやっている、海外の方が日本に比べるという先を走っていた時代は、まさに信用不安リスクというのでしょうか、企業が倒産するその前段として、設備投資が失敗に終わるということが非常に少なかったことがあったわけでございますから、信用不安リスクは今まではなかったというこ

とでございます。

二番目に、金利が変動する、しないというのがございますけれども、これもいろいろ細かく日本の金融を見てまいりますと、意外に変動する要因がなかったということがいえると思います。金利が変動する背景には、実は設備投資が大幅に変動するというのが実際あるわけでございます。ところが、日本の場合は、先ほど申し上げたように、輸出があるということでございましたので、設備投資が変動はしておりますものの、大きく変動せずに、欧米に見られるような変動が比較的なく、かなり順調に設備投資がふえてきたということがいえると思います。

同時に、銀行が設備投資資金を非常に潤沢に提供していたというのでしょうか、要するに、設備投資に対して銀行が一々これは大丈夫かどうかという心配をすることも必要なく、要するにお金を

つけて、それが基本的に伸びると考えられた設備投資に向けられるのであれば、まあ大丈夫だということ、設備投資の資金が潤沢に供給されたこともありまして、金利変動が大きく見られることがなかったということがあったと思います。

三番目に、流動性喪失リスクという点でございますけれども、土地について申し上げれば、企業の設備投資が順調にふえていく、例えば、自動車であれば、年間一〇万台つくっているのが一〇〇万台、それが五〇〇万、七〇〇万台。この辺で国内の需要が大体カバーできるわけでございますけれども、そこから輸出がありますから、一五〇〇万台、しかも、ノックダウンの部品までつくることになりまして、それを完成車ベースで換算しますと、二〇〇〇万台近くの生産能力を持つまで自動車の産業は拡大されたわけでございますけれども、そのためには膨大な土地を取得するわけで

す。

また、自動車産業がそこまでいきますと、その部品をつくっている電子産業、素材の提供者である化学、鉄鋼といったところも、国内の需要に比べますと、はるかに大きな設備投資をするということでございますから、絶えず輸出が拡大しているという前提のもとでは、取得者がどんどんふえてきますから、土地の価格は右肩上がりで来たということであつたと思います。

企業の活動はそういったことで、土地あるいは設備投資で資産がどんどんふえていきますから、その資産価格を反映する株式の価格も右肩上がり動いてきたということは、皆様方が土地も株式も一回買えば必ずどこかで儲かるんだという右肩上がりの神話ができていたということであると思います。ですから、先ほどから申し上げているように、円高によって経常収支が減る、あるいは経

常収支が減るまで円高が続くだろうという見通しは非常に厳しい。

生産量が無限に拡大する時代が終わったということは、生産量が減ることによって信用不安のリスク、あるいは金利が変動すること、あるいは流動性を喪失するということがすべてにわたって見られるようになってくるということです。

しかしながら、この反面、もう一つ別の見方ができるわけでございますけれども、それは何かといたしますと、これまでのところ皆様方もよく耳にしたように、「利益なき繁忙」という表現がございます。要するに、リスクがないということは、リスクに対応する利益を上げなくてもよかったというところでもありました。これからは、利益を上げていかないとリスクがとれないことになりますし、あるいは、設備の投資にいたしても、ただ単に量の拡大ではなく、やはり投資採算を重視

するようになる。ですから、儲からない投資は皆がやらない形になってきて、結局利益が出るような形で需給が調整される方向へ行きますから、それは株式市場にとって非常に健全な動きということもまた指摘できるのではないかと思います。

ただ、この中では、要するに今までみたいに、業種ごとに株価が上がる時代は全く終わりまして、個別の銘柄ごとにそれぞれがきちんとリスクを管理して利益を上げられる、そういった会社がそれなりに評価を受けるといった個別の銘柄ごとの格差が非常に強く出てくることは指摘するまでもございません。

四、リスクを伴う証券投資

(一) リスクを前提とした有価証券

それから、先ほどの三点目に移りますと、証券

は本来のリスク証券になるということをご説明申し上げたいと考えております。

証券取引法の哲学が既に大幅に変更され始めているわけでございますけれども、それが今後もっともっと明確な形になっていくと考えております。今までは、証券取引法の考え方は、投資家保護、あるいは社債権者保護という考え方が非常に強うございました。これはどういうことかといいますと、証券会社を取り扱っている証券は、お客様に買っていただいても損がない、大体儲かるだろう、要するに、損するようなものはないですよ、あるいは、リスクがあるようなものは提供しませんという考えでございましたけれども、これが全く一八〇度変わる。要するに、リスクを前提とした有価証券をこれから商売の対象にすることになるのではないかと考えているわけでございます。

証券取引法が、事後の損失補填を刑事罰をもつ

て禁止するという議論の中で、投資家保護ではなく、市場における公正な価格形成を証券取引法の保護法益として考えるという流れが出てきておりますけれども、これが今後とも続いていくことになるのではないかと思います。このことが実際に市場でも確認されてきているということではないかと思えます。

例えば、九二年六月から、長期信用銀行三行、興銀、長銀、日債銀が発行いたします利付金融債の利回りの格差が発生して、今日に至っているわけでございます。もともと政府が銀行をつぶさないということを、皆様方が本心に信じているなら、利回り格差が起こるはずがないわけでございます。今は個別の銀行がつぶれることがあるのかないかという話とは全然別でございますけれども、やはり銀行といえども、倒産する可能性を否定できないということを市場がいい始めたということ

でございますし、まさにそれは当たり前というのでしょうか、当然のことと考えてもいいのではないかと考えております。

それから、これが出発点となったわけでございますけれども、昨年の一〇月から、今度は普通社債の流通市場におきまして、阪和興業の社債がかなり売られまして、これはいろいろな意味で財テクを失敗したことが報じられたことをきっかけとして、一時一八%の利回りまで上がったと新聞の相場欄で見ることができたわけでございますけれども、これも今までは一部上場の会社であれば、主力銀行がついている以上、つぶさないし、また現実に新聞記事などで報じられているところを見ましても、倒産なんかはさせずに、きちんと主力銀行としての役割を果たしますとおっしゃっているわけでございます。

それからまた、大蔵省が中心になって決めている

らっしゃる適債基準に合格いたしませんと、普通社債は発行できないわけでございますから、そういう適債基準をクリアしてきた普通社債であれば、今までのところだれもが元利支払い能力に不安があるなんて夢にだに考えなかったと思いますけれども、それがここへきて、やはり投資家の皆さん方が、信用不安リスクはあるんだということで、こういう利回りの格差が発生してきたということであるのではないかと思います。

これが始まりますと、大体後戻りすることはございませぬから、今後どういうことになるかを考えてみますと、結局のところ、銀行といたしましては、利付金融債に見られたように、自分の調達コストと自分の銀行の資産内容とが関係がある時代になったということでございます。ということは、貸し出しの内容が悪くなってくると、資金調達コストは上がるわけでございますから、今度は

貸し出しの内容に気をつけなければいけないということでございます。ということは、主力銀行としてすべての企業を助けるということは終わってしまったということでございます。ですから、利金債に利回り格差が出たときに、もう既に主力銀行がすべての大事なお客さんを助けるということについても、かなり大きなクェッションマークが出たということになるのではないかと思います。

阪和興業の社債が、信用リスクを加味して一八%という高い利回りをつけたことから、今後二つの現象が起こることが予想されます。

一つは、利金債で起こったときと同じように、商社の世界でいえば、六大商社を含めまして、皆それぞれ信用リスクに格差があるわけでございます。このそれぞれの銘柄についての社債の利回りに格差が出ないということは考えられない状態になってきたと思います。

なぜそういう利回り格差が発生するかということになりますと、これは簡単な理屈でございます。今の状態ですと、普通社債では、阪和興業を除くと大体格差がないわけでございます。ところが、皆様方がいろいろ財務諸表を見たり、あるいは我々の格付を見たり、よその格付を見ますと、信用リスクの格差は厳然として存在することはおわかりだと思います。そうしますと、信用リスクに格差があるのに、利回りが同じ状態になっていることがわかると、投資家の方々がどういう行動をとるかといいますと、同じ利回りでしか買えないなら、信用リスクの低いもの、格付の高いものを買えばいいということで、そっちの方に買い物がどんどんふえていくわけでございます。そして、信用リスクが高いところは買わなくなる形になって、その金利が上がるということが起こってくるわけでございます。ということは、徐々に

こういう傾向が出てこないとは限らないと申し上げることができると思います。

それだけではなく、社債市場でそういうふうに関わりに信用リスクの格差が反映される状態ができませんと、社債の流通市場は、実は金融機関にとってのショーウィンドーの役割を果たすわけでございます。それはどういうことかと申し上げますと、今度は金融機関が貸し出しをしますときに、社債の利回りを参考にし始めることになるわけでございます。それはまた商売上、信用リスクをきちんと加味した貸し出し金利をつけていきませんと、銀行の経営も成り立たない時代でございますから、それもやらざるを得ないことになってくるわけでございます。ということは、これからはそういうことからいきますと、リスクの管理がいろいろな面で非常に大事になってくるということを示唆しているのではないかと思います。

(二) 企業金融における革命

このことからいろいろな形で影響が出てくると思いますが、今申し上げたような、リスクの顕在化と並んで、それが企業金融に非常に大きな影響を与えるということを一つ指摘しておきたいと思っています。私どもはこのことを、「企業金融におけるコペルニクス革命」という大げさな表現を使っております。

今までですと、銀行と企業の関係は、完全な二人三脚でございました。企業が儲けますと、銀行は低い金利の預金を歩止めてもらって、銀行の採算は高くなったわけでございます。逆に、銀行の採算がいいということは、企業から見ると、コストが高いということでございます。ところが、企業が困ってきますと、銀行は預金を取り崩ししてもいいよといまして、さらに企業が困りますと、金利の減免をする、赤字になると、救済融資

をするということでございます。それは企業の採算が低くなって儲からなくなると、銀行からの貸し出し金利は下がることになる。ということは、資金調達コストが下がることになるわけでございます。これが一八〇度変わるということでございます。

先ほど阪和興業の例で説明申し上げましたように、今までと違いまして、企業が儲からなくなりますと、信用リスクが高くなるということで、社債の利回りが高くなる、あるいは金融機関の貸し出し金利が引き上げられてしまうことになるわけでございます。逆に、トヨタみたいに財務内容が強くなり、あるいは、企業の利益が上がってきて、金融機関との関係で企業の方が有利になってくる状態になりますと、逆に今度は金利を低く値切って下げてしまうことになるわけです。ですから、企業が儲かっているときには、金利が下がる状態

になるわけでございます。

この一八〇度の変換は、企業の行動に物すごく大きいインパクトを与えることになると思います。ということは、企業が設備投資をしますときに、今までみたいに設備投資を先行させるのではなく、回収しながら投資をする、利益を出しながら投資をするパターンに変わってくるわけでございます。ですから、非常に利益を重視する形になります。ということは、経済全体も、ある意味では設備投資が先行するようなことではなくなりまして、成長率は落ちることになりますけれども、逆にいいますと、利益率が上がってくることになってくるのではないかと思います。

(三) 株式公募ルールと適債基準の見直し

こういった中で、証券市場の世界といたしましては、いろいろな形で環境を整備することが必要

になってくると考えております。今申し上げたように、企業金融におけるコペルニクス革命みたいなことがもっともとはっきり意識されるようになってきたときに、証券市場としましては、ある意味では大きな変化を要求されるようになってくるのではないかと考えております。それは、先ほど有価証券はリスクがあることを前提としての商売になると申し上げたのですけれども、二つございます。

一つは、株式の公募ルールを大幅に見直す必要があるということでございます。今のところ市場を含めてでございますけれども、無配の会社とか、減配をした会社、あるいは赤字会社に対して、資金調達、増資を非常に制約する形がございます。ただ、先ほどから申し上げているように、銀行が預金を預かるということからいったら、非常にコンサーバティブな経営をこれから強いられ

る。あるいは、銀行自体の資金調達コストが資産内容から影響を受ける時代になりますと、銀行は、今までみたいに主力銀行の役割を果たし得ない。要するに、企業が困ったときに救済できないという形ができてくるわけでございます。企業が困るときというのは、企業のリスクが高いときでございますけれども、そのときこそ、証券市場が活躍する余地があるわけでございます。ということは、証券市場では、困ったときにでも、値段次第でございますが、公募ができることが必要になってくるのではないかと思います。

二つ目は、社債でも適債基準が不要になってくるということでございます。要するに、企業が資金調達をいたしますときに、主力銀行としての役割が果たせなくなったときに、社債あるいは株式両方で調達をしていかなければいけないわけですが、けれども、そのときに、業績が悪いからといって

社債が発行できないということになりますと、日本の企業にとって非常に困るわけでございます。

アメリカの場合には、皆様も「ジャンク債」ということでお聞き及びになったと思います。あるいは店頭公開のときに無配でも、できたばかりの会社でも公開できるというふうに、非常にリスクはとるという証券市場になっておりますけれども、日本の場合にもまさにこういうところから変革をしていくことが必要になっているのではないかと考えておるわけでございます。

(四) ディスクロージャーの重要性

そういうことを前提といたしますと、これからもう一つの大きなポイントといたしまして、ディスクロージャーを本格的に考えていかなければいけない時代になっているのではないかと考えております。ディスクロージャーは、今まで比較

的大きく重みを持ってとられていなかったというのが偽らざる状態だと思います。

と申しますのは、私どもは財務諸表を分析して社債の格付をしておりますけれども、企業が順調なときには比較的ディスクロージャーを正確におやりになられているわけでございます。これは税法上の問題もあって、儲かったというとき税金を取られますから、できるだけそういうときには保守的な会計をするということもありますけれども、逆に今度は企業が窮状に追い込まれたときには、ディスクロージャーを比較的積極的にやられないような形になります。

ところが、これを証券市場で問題にしなかったのは、一つは、銀行が企業をつぶさなかったということがあって、企業としてつぶれないということとは、一番大きなリスクはないわけでございますから、したがって、ディスクロージャーについて

もそれほど必要ではないということと、二つ目に、ディスクロージャーをすることがテストされるような証券発行をさせなかった。要するに、公募ルールだとか、適債基準がありましたから、本当にディスクロージャーを問われるようなときに、これは銀行からの資金調達になって、証券市場が使われなかったということになっていたわけでございます。

ところが、私が先ほど申し上げたように、証券市場が本当の意味でリスクをとる証券投資が行われる時代になったということは、本格的にディスクロージャーをすることになってくると考えることができると思います。

こういうことは余りいうべきことではないのかもしれませんけれども、大蔵省が今まで企業の虚偽表示に対して、刑事罰を求めて検察庁に告発をしたということは、企業が存続している間はまず

なかったわけでございます。企業が倒産した場合に、その後の処理の中で、虚偽表示が告発されたことはございましたけれども、今までのところ、そういうことはゴーイング・コンサーンである企業については全くなかったわけでございます。

アメリカの場合はこれが結構多いわけでございます。日本の場合にも、今までそれが見過ごされることが可能だったということは、それによって実害を受けるようなことがなかったわけでございます。というのは、株価も右肩上がり、社債は必ず債務不履行にならずに済んでいたということでございます。しかし、これが今後変わってくるということでございますので、やはり企業の虚偽表示についての問題がこれからいろいろ出てくることになってきていると思います。

これは今までこの数年の間証券市場を見ておりまして、あるいは政治の世界を見ておりまして

も、法律があっても使われなかったというのが随分ありました。法律がだんだん使われるようになってきた時代でございますので、この点は私どもが非常に心配をしていることでございます。

(五) 適時適切な市場情報の提供

最後に、今後信用リスク、あるいは金利変動のリスク、あるいは流動性のリスクといったものがふえてきたときに、その次の点といたしまして、市場価格の情報、社債の価格、あるいは取引量といったものの開示が正確に、タイミングよくなされるようにしていくことが必要ではないかと思えます。

いまだに利金債の流通利回りを比較することは、いろいろな業界紙だけではなかなかできない状態でございます。あるいは、事業債の利回り格差を、信用リスクを意識して比較しようと考え

ても、今の証券業協会で発表なさっている相場表では、そういうことが割とわかりにくい形になっております。やはりこういう市場の情報をもっともっと出すようにしていくことがこれからは必要になってくると考えております。

また、そういう中で、これからいろいろな形で情報の開示が流通市場においてなされていった場合に、それが発行市場においてもやはり尊重されざるを得なくなるということも考えていかなければいけないと思います。流通市場で価格が形成されたものが、それを反映した形で発行市場の価格が形成されませんと、よそのお金を預かって運用している投資家といたしましては、流通市場でより高い利回りのものが取得できるのに、発行市場で最終的な投資家がメリットを受けないような形で発行価格でお買いになることはなかなか難しくなっていくのではないかと思います。

要するに、いずれにしろ証券市場はすべて見える中で常識的な判断がされる世界でございますから、やはり開示は企業内容開示、あるいは証券市場での取引情報の開示を含めて正確にしていこうとが必要になってくると、先ほどから申し上げているように、証券取引法の中で刑事罰をもって禁止されている行動が、今までのところは実際に強制されたことがなかったわけでございますけれども、世の中の動きから見ますと、そういうことが強制されるような時期に来ているということは、心にとどめておいていただきたいことでございます。

そういうことで、最初に戻りますと、きょうお話し申し上げたかった点は、第一点が、経常収支の黒字が大幅に減少するまで円高が続くことによって、非常に大きな生産量の調整が始まるだろ

うということ。

二番目に、そういうことを踏まえますと、これから金融商品の三つのリスクといわれている信用不安、金利変動、流動性喪失リスクがすべて発生するようになってくる。それが証券価格にも反映されるような時代になっている。

三番目に、証券が本来のリスク証券に回帰する。リスク証券に回帰するということは、やはり投資家保護の時代は終わったということで、投資家も売買によって損するのが当たり前、得することもあるのだから、損することも当然である。その中で、市場における公正な価格形成を大事にする。そのためには、ディスクロージャーが非常に大事になってくるということを申し上げたいというところでございます。

小山理事長 少し時間が残っておりますが、もし質問がありましたら、お受けしたいと思います。

問 今の先生のお話と関連しまして、現在企業は

株式の持ち合いをやっています。取引の関係でやっている場合もありますし、この前のエクイティ・ファイナンスのときにやった例もあります。これが今後今のような背景のもとにどうなるかということに対して、一言お願いします。

答 ご質問は、株式の持ち合いがどうなるかというところでございますけれども、私どもは、株式の持ち合いはおそらく二つのポイントがあると思います。

一つは、株式の持ち合いの中で、銀行がいろいろな意味で中核になっていらっしゃるということがあると思いますけれども、銀行が株式を保有する場合に、株式は、社債あるいは国債に比べますと、いろいろな意味のリスクがはるかに大きいわけでございます。社債に比べるとはるかに価格の変動要因も多いですから、したがって株価が右肩

上がりの神話が続けていたときには、銀行としても株式をお持ちになることができたのだと思います。

ところが、先ほどから申し上げているように、リスクが本当に顕在化する時代では、株式を銀行が持ち続けることはまず難しいと私どもも見ておりまして、都市銀行の株式保有残高が簿価ベースで出ておりますのを、日銀の調査月報で見ましても、実際に去年の初めから戦後初めて、前年に比べると減少している。ということは、ネットで売り切ってしまう現象が起きておりますけれども、やはり方向としては、銀行は、企業のリスクの大きさを考えた場合に、株式を通じてお金を提供するのは、これからの時代では非常に難しくなっていると考えております。

二つ目は、企業がいろいろな取り引きの中で株式を持ち合っておられますけれども、これも企業

が昭和五〇年ぐらいから自己資本比率がだんだん高くなってきまして、お金がある程度余ってくる中で、運用資産として株式を使った。預金とかほかの金融商品に比べると、値上がりもありましたので、かなり安心して持てたということがあったわけでございますけれども、この株式を保有していて、仮にいろんな形で資金需要が出てきたときに、株式を保有したまま銀行借入金をやすのか、あるいは株式を売却して資金を調達した方がいいのか。どっちかと考えた場合に、これまた銀行借入金をふやして、負債依存度をこのような状態の中で上げるよりは、やはり株式を売却する方向に動くのではないかと見ておりまして、したがって、高度成長というか、輸出を中心とする右肩上がりの経済が終わったということは、持ち合いても大きな見直しを迫られているのではないかと理解しております。

小山理事長　よろしいでしょうか。

それでは、これで本日の講演会を終わりにしたいと思います。（拍手）

（株三國事務所代表取締役）

本稿は、平成六年三月一四日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。