

なんのための民営化か

紺 谷 典 子

一、売価価格だけが問題か

JT株式の売れ残りを契機に、民営化企業の株式公開の見直しが行われるようである。NTT、JR東日本からJTへと試行錯誤を続けてきた民営化株式の公開・売出しは、決して成功とは言えなかった。失敗の原因はさまざまに指摘されているが、最大の理由は、「なんのための民営化か」というもっとも本質的な議論が公開・売出しの議論に欠如していたからである。いかに国有財産（ないし

準国有財産）の売出しとはいえ、はじめに「入札ありき」の議論を一步もでていない。不動産のような物件の売出しなら、入札はもっとも公正で公平な方法のひとつかもしれない。しかし、株式の売出しは根本的に異なるという視点からの議論があつて然るべきだったであらう。

経験を踏まえた売出し・公開方法の改善がこれまでもまったく行われなかったわけではない。しかし、小手先の技術的な改善、それもごくごくわずかなものにとどまり、本質論が展開されることは一度としてなかった。分厚い目論見書を用意すれ

ばディスクロージャの責務は免責されるのか。初値が高すぎなければ、売れ残りさえしなければ、それでよいのか。売価を割らなければ公開は成功なのか。そうではあるまい。

今なお見直し論議の中心は売価の決定方法である。売価の決定もきわめて重大な問題のひとつであるが、民営化株式の公開にかかわる問題の、一部にしか過ぎない。もっと根幹の議論にたち返りたい。なぜ民営化するのか、なぜ株式を公開するのか、公的企業の株式公開はどうあるべきか、という議論が必要だ。そろそろ民営化と株式公開のあり方の全体について根本的に考え直すべきではないだろうか。

民営化株式の公開にあたっては、第一に「なんのための民営化か」という本義にたち返るべきである。なんであれ目的があいまいなまま、手段を論じることなどできないからである。経営の効率

化が民営化の最大の目的ではなかったか。そうであるなら、その目的を最大に達成できるような工夫が、公開・売出にあたってもとられるべきである。

第二に、公的な売出である以上、「公共的・政策的配慮」があつて然るべきであり、その点、一般の民間企業の株式の売出とはまったく異なる視点が必要である。わが国では株式市場の役割が正当に評価されていない。「株式市場への偏見」が、景気対策、経済活性化策の円滑な執行を阻害していると思われる。こうした「株式市場への偏見」に問題意識を持つならば、そして、今後の経済活性化のためには株式市場の活性化が何よりも必要であるという認識を持つならば、民営化株式の公開は、「偏見の打破」「市場育成」の絶好のチャンスであり、重要な「政策手段」なのである。

二、「経営効率化」の視点

日本の民営化企業の株式公開にあたっては、「経営の効率化」が重要な視点になっていたとは思えない。なぜなら、イギリス、フランスをはじめとする多くの国々で当然のようにとられている、経営効率化のための公開の工夫が、わが国ではまったくと言って良いほど実施されていないからである。

もとより、公企業は効率性だけを追求できない「公共性」を有する。しかし、民営化に踏み切るということ自体、「効率性」に比して「公共性」の重要性が相対的に小さくなった、あるいは「効率性」の追求がむしろ「公共性」を保証する部分があるという判断があったはずである。「公共性」と「効率性」は相容れない要素が大きい。とすれば、ま

ず、そのバランス、企業としての効率性と公共性がどのようにバランスされるのか、効率性が公共性によってどれほど拘束されるのか、事前にある程度論議が尽くされていなければならない。

「公共性」と「効率性」の相反は、「利用者利便」と「株主利益」の相反であるとして一般に考えられている。公共性という拘束は、株主権を制約するからである。したがって、民間に株主を需める以上、株主の権利が公共性によってどの程度制約されるか、その程度と将来にわたっての見通しが明らかでなければならぬ。それによって民営化企業の今後の企業利益が大きく左右され、株価決定のきわめて重要な要素になるからである。しかし、株主権の制約は、それが明確にされている限り「株主の利益」を侵害するのではなく、経営の効率化を阻害するのみである。経営効率化のために、市場メカニズムの圧力を財務の面から与えるために

こそ株主権の確立は必要なのである。

そして、公共性との兼ね合いの中で、できるだけ効率化を追求するための工夫がなされるべきである。「株式会社化」すれば、あるいは株式を「公開」しさえすれば、それだけで経営の効率化が約束されるというものではない。

たとえば、英国の民営化企業において行われたように、より公共性の強い、採算の悪い部門を事前に切り離し、効率性の追求がしやすい企業環境を整えることもそのひとつかもしれない。また、すでに論議されているように、効率化の意欲を刺激するような公共料金の設定方式をとるべきであろう。財務・営業の面での無用な規制を緩和することも当然必要である。公共性と効率性の価値の相対的バランスが変化したということは、規制の必要も再論議が必要ということに他ならないからである。

日本の「民営化」は民営化ではない。単に国営企業の「民有化」でしかない。事業計画、財務政策、代表取締役選任、料金設定などにいちいち認める必要がある現状は、株主権の重大な制約、つまり効率化メカニズムの侵害であり、株式を公開する意味がほとんどないに等しいからである。

投資家の公開時の値上がり期待による短期的投資を「投機的」行為として批判する声があるが、これは投資家を批判すべき問題ではない。長期的投資の見通しの立たない現状で投資家なりの合理性を追求しているにすぎないからである。長期的投資対象としての民営化企業の経営効率化の期待が大きければ、長期的投資の観点が投資家にも生じると思われる。

売出にあたっては、諸外国で一般的に行われている、従業員への優先割当、割引売出などが、なぜ検討されないのだろうか。従業員の自社株保有

を促進することは、効率化へのインセンティブを与える重要な手段である。国有財産、あるいは準国有財産の売出にあたって不公平があってはならないという反論もあろう。また、割引販売は国民の財産を侵食するという見方もできるかもしれない。しかし、民営化企業が効率化されることは、国民経済的にも望ましく、民営化のひとつの目的がそこにある以上、できるだけ経営の効率化が実現されるような施策がとられるべきである。少なくとも、この問題を提起し、議論をする必要はあろうと思われる。

三、まずい林檎は安く買うだけ

民営化企業の株式公開にあたっては、「売価の適正」がもっとも重要な問題のようである。

しかし、「売価の適正」は、投資家にとってそ

れほど重要ではない。適正と判断しなければ、買わない権利を投資家は持っているからである。

J-T株の売残りで投資家はそれを示した。はじめは国を信頼したかもしれないが、市場も学習するからである。

価格の適正を本当に重視するなら、議論すべきは、売価決定の技術論ではないはずだ。市場に適正な価値を知ってもらうための情報をいかに提供するかを論じるべきである。すなわち、第一にできる限りの「ディスクロージャ」に努めるべきである。その点、あまりにも不十分だ。

第二に、ディスクローズされた情報をより十分に正確に判断できる「専門家の機能」を価格決定に十分に繁栄させる方法がもっと熱心に論じられて然るべきと思われる。機関投資家など専門的投資家、証券会社の「引受機能の利用」がなぜ、もっと真剣に論じられないのだろうか。はじめに「入

札」ありきであり、最後まで「証券会社不信」を捨てられないのである。

あえて言えば、ディスクロージャが不足しても、必ずしも価格が適正でないとはいえない。ディスクロージャが不十分であればあるなりに、そのリスクを適正に勘案して、投資家は低い価格をつけるからである。合理的投資家は、ディスクロージャが不完全なら、ディスクロージャできない事情が隠されているかもしれないリスクを当然価格に反映させるはずだからである。

まずい林檎なら、まずい林檎なりの安い値段でしか買わない、というだけの話だ。ディスクロージャが不十分なら、必要以上に低い価格で評価される可能性が高くなるだけだ。もし、国有財産を安く売ってはいけないというのなら、十分なディスクロージャを心掛けるのが最良の方策である。少なくとも、従業員や個人投資家への「割引売却」

を避けるよりも賢明なやり方であることは間違いない。

また、国有財産をできるだけ高い価格で売り出す必要があるとすれば、なおのこと経営の効率化の工夫をすべきである。投資家にとって、経営の効率化がかりに達成されなくても、規制が多くとも、実は関係ないからである。ディスクロージャが不完全な場合と同様に、市場はそれなりの低い価格をつけるだけだからである。株主権が制約される、あるいは利益成長に期待できない企業であれば、それに応じて低い株価をつけるに違いない。購入を強制されているのでなければ、そうなるはずである。それが株式市場の市場メカニズム、適正価格というものである。

「情報の十分性」が問題になるのは、情報力と判断力において弱者である個人投資家である。個人投資家は、いかに十分なディスクロージャが行わ

れようと、それを利用するには限界がある。価格の適正を重視するなら、個人投資家のためにも、専門家の判断が十分反映される売価の決定方式を採用すべきである。さらに、個人投資家の判断を助ける専門家情報の提供を促進すべきである。どうして、アナリスト情報を制約するような手段をとるのか。ここにも根深い「証券会社不信」がある。

証券会社への不信に根拠がないと言う気はまったくないが、しかし、証券会社だけへの不信がとりわけ強いことに「不信感」を持たざるを得ない。「金融機関不信」がそれほど根深くなさそうなのは、きわめて不思議である。制度的に規制されているわけでもないのに、証券手数料をはるかに超える高水準での金融手数料の横並びはなぜ「不信」を呼ばないのだろうか。金融機関の不良債権問題は、金融不祥事ではないのだろうか。証券会

社への不信は、単に証券会社の営業姿勢だけが原因ではなく、その根底に「株式市場軽視」があるような気がしてならない。

四、「市場育成」「個人投資家育成」の視点

民営化株式の売却については、国有ないし公的資産の売却の視点から、価格決定の透明性、機会の公平ばかりが重視されているが、公機関からの売却であるからこそ「市場育成」の視点が重要である。

日本の証券市場が十分に機能していない、投資家が十分に育っていないという問題点がしばしば指摘され、しかも、そのことが売り出し方法の議論にも影響を与えているが、むしろだからこそ、市場育成の視点が重要なのである。

リスクを負担する資金提供である株式投資は、

自由な市場経済の要であり、それが揺らぐことは日本経済が揺らぐことであるのに、日本では株式投資に対して、「正当な経済行為」であるという認識が十分ではなく、そのためリスクを負担する資金提供に前向きではない。公的資金による株式投資に根強い反対意見があるほどである。今回の不況を深刻化させた一因もそこにある。株式市場の役割と影響についての認識を高め、市場を育成することは、中・長期的経済運営の視点からもきわめて重要である。

その意味で個人投資家の市場参加も重要課題である。市場の価格形成の厚みを増し市場機能を促進するだけでなく、なによりも個人投資家自身のために選択肢を広げる意義が大きい。高齢化の進展する社会において資産運用は重要な課題である。ストック経済化は家計においても進んでおり、家計の資産運用の効率化は経済運営上の重要

な課題である。利回り志向の増大はつとに指摘されている。一方、家計は、すでにかんりの資産蓄積を果たし、リスク資産を保有するゆとりを持っている。家計の資産運用にとっても、運用の選択肢が広がり、より有利な貯蓄が行える道が開けることは大きなプラスである。

英国をはじめ諸国では、従業員だけでなく、個人投資家への優先割当、割引売出を当然のように行っている。いずれも、民営化企業の株式公開の受け皿を広げるための市場育成、個人投資家の関心を高めることによる経営の効率化などを意図してのことである。NTT、JR、JTの残余株式だけでなく、行政改革の推進は特殊法人の民営化と株式公開の必要を生じることになる。そのためにも、日本でも、個人投資家育成、市場育成の視点は必要ではないだろうか。

さらに、民営化株式の公開は、株式市場の機能

の重要性と、経済的影響の大きさについて一般の理解を高める機会にもなると期待される。株式市場の重要性への理解なくして、今後の日本経済の活性化は覚束ない。「株式市場への偏見と不信」の払拭はそれ自体が重要な政策課題のはずである。

五、「不信」は何も進展させない

従来の入札・売出方式を前提としても、「入札」における落札の最多価格ないし加重平均価格を売価格とするのは妥当ではない。市場メカニズムを重んじるというなら、需給一致する価格、すなわち供給（入札株数）がちょうどクリアーされる「最低落札価格」こそがもっとも適正な価格ということになる。しかも、入札はそれが部分入札である限り、最低落札価格を用いても、売価格が割高になる可能性を持っている。最低入札単位

を最低投資単位まで切下げ全量入札を行なえば、この問題は回避できるが、コストの観点から現実的ではない。

また、専門家である機関投資家と小口の個人投資家は、イコールフッティングではない。個人投資家が「専門家の情報を共有」できるよう、専門家である証券会社の引受機能を利用すべきという点についてはアナリスト情報の活用と共に前述したが、ここでもう一度強調したい。株式市場育成のためには、証券会社の機能充実が不可欠だからである。

証券会社の引受機能を活用することは、売り出し価格の適正化、市場育成の両方の視点から望ましい。引受機能を利用しないことに証券会社への不信がもしあるとすれば、行うべきは証券会社の機能充実のための施策であって、証券会社の排斥ではない。証券会社の機能への不信を、不信のま

まに放置することは、市場育成を放棄するに等しいからである。

証券会社の引受機能を利用することは、「専門家の知識・判断」を活用できるばかりではない。証券会社のリスクにおいて営業行為として実行されるために、市場評価を反映したより適正な価格決定を行い得る。市場が納得する価格でなければ、証券会社の営業リスクとコストは増加するからである。そうした「コスト意識」に基づいた価格決定方式（市場メカニズム）だけが、適正な売出価格を探り当てることができる。

専門家の知識を利用することは、売出価格の適正化を通して、売出コストを小さくする。つまり、売出に関わるリスクを、専門家である証券会社の判断を通して小さくすることが可能だからである。国民経済的見地から、無用なリスクをできるだけ発生させないという意味で、コストレスで

あり効率的である。そしてそれは「おいしい林檎」を作ることもある。

すでにいくつかの国で実施され成功しているグローバル・ブックビルディング方式は、多くの投資家の需要予測に基づき、証券会社が売り出し価格を決定する方式である。この方式は検討に値する。ただし、いかなる方式をとろうとも、専門家の情報が個人投資家にできるだけ共有されるような工夫は必要である。

（こんや ふみこ・当研究所主任研究員）