

改革後の金融・証券市場

小林 和子

学年末試験、入学試験と、試験のシーズンである。今年は国公立大学のセンター試験で浪人生と現役生の平均得点に大きな差が付き、浪人生に不利になったと問題になった。この小文が活字になるころにはすべて終わっているだろうが、本当にイコールフットイングの競争を担保するのなかなか難しいものである。

さて熾烈な入学試験を経て入学した学生は、一部は改めて大学の講義に意欲を燃やすが、大多数は単位さえ取れば良く、できるなら毎年同じ問題が出され、去年までの先輩たちが作った「模範

答案」を丸暗記して、最小限の努力ですめばあり

がたいと願っている。その「模範答案」がまちがたっていけば、連綿としてまちは正されることなく受け継がれていく。出題は変えるが、余りに目に余る(シェアホルダーを「財布」と訳す等)ときには、翌年の講義の中で注意し、説明する。しかし、「模範答案」丸暗記組は講義を聴きにはこないで、結局また悪循環が続くのである。

なかなか辛抱強い教師である(と思っている)私もだんだん根負けして、数年前から問題の一つを「この一年間に新聞、雑誌、テレビ等で話題に

なった金融・証券関係の事柄で、興味を持ったものを一つとりあげて論ぜよ」とすることにした。これならば自分で調べておくしかない。因みに講義は「証券市場論」概論であるが、講義当日の朝刊までの一週間の金融・証券ニュースをできるだけ取り入れて、興味を持たせるようにしている。今年のこの設問に対する結果はつきに見るとおりである。

一、日本株価の下落 九六年一年間の下落

九七年初来の下落

銀行株の下落

二、日本市場改革 日本版ビッグバン

旧来からの金融制度改革

外国からの規制緩和と要求

金融空洞化

住宅専門金融機関の不良債

権問題

持株会社解禁論

日銀法改正

個別株オプション

回復か後退か

株価変動と景気政策

低金利下の資金調達

失敗予想

公債の増大

一年のニュースから

大方の学生はこの出題を予想して多少とも準備をする。この準備が実は勉強なので、答案用紙に書かれたものを厳しく採点するわけではない。とはいえ、多くの学生は年が明けてから新聞を読むかテレビを見るだけなので、必然的に新しいニュースに集中する結果になる。

三、景気の現状

四、行・財政改革

五、個別企業動向

三菱銀行・東京銀行の合併
銀行倒産

オリエンタルランドの上場
京樽倒産

住友商事銅取引の失敗

六、証券市場

「風説の流布」取り締まり

証券ビデオに登場した仕事

株の高騰

鈴木インサイダー事件と証

券取引等監視委員会

弁護士が関係したユニマッ

トのインサイダー事件

引受業務の寡占性

市場の機関化現象

銀行の優先株発行

七、店頭市場他

店頭市場の活況

店頭特則市場発足

武富士の店頭公開

未公開株式の流通

八、投資サイド

企業年金の運用失敗

外国債投資増大

オレンジ共済組合事件

約一〇〇人の回答で、一と二のグループ、すなわち株価と日本版ビッグバンに半分が集中した。

その他はかなり幅広く興味を拡散し、中には自分が就職する企業のことだから関心が強かったと答えたものもある。無回答は一例だけであった。興味を持った理由としては、これから社会に出る学生として自分たちの将来図をどう描くかという視点が強いことが特徴的である。

二〇〇〇年以後を展望する改革、二一世紀を構想する——というものの、現在改革を考えている人達のうち、五〇代以上にとって、二一世紀は自分たちが職業人、労働・生産世代として中核にい

る時代ではない。三〇代、四〇代にとっても、職業人生の後半期になる。改革の結果を大きくかぶるのは現在二〇代以下の世代である。彼らにとってもっとも関心が深いのは、実は現在の株価でもビッグバンでもなく、将来伸びる可能性のある産業・業種である。レジャー産業、リース産業等に当面の可能性を見るのは、彼らの現在の生活感から来るものである。反面、金融ビッグバンは確実に「金融機関も倒産する」時代になったことと受けとめられ、「固い」勤め先の筆頭であった金融機関の評価を下げたようである。

株価からみる銀行・証券業

九六年中の株価は、TOPIXの年中平均一六〇六・三七と、この五年間でもっとも高い。しかし、年間の動きをみると、上半期は上昇傾向で

六月には年初来高値を付けたが、夏以降景気減速懸念から下げに転じ、とりわけ年末にかけて急落した。年初来安値が一二月に付いたのは二三年ぶりだという(二四日、日経平均一九一六円七一銭)。大納会の終値は一九三六一円三五銭、一月末に比べ一六五九円の下げである。これに対して、他の主要国株価は九六年中に上げたところが多い(別掲)この他、シンガポールは僅かに、タイと韓国はかなり下げた(東京証券取引所調べ)。とりわけ、アメリカのダウ・ジョーンズ工業株三〇種平均は秋からめざましく伸長し、一〇月一四日六〇〇〇ドル台乗せから四〇日で、一一月二五日に六五〇〇ドル台に乗せている。年明けの日本株が円安と景気先行き、行・財政改革の見通し難にあえいで、一八〇〇〇円を割り、一七〇〇〇円をも割りかねなかったのに対して、ダウ三〇種は九七年一月七日に六六〇〇ドル台に、二月二三

	1995年末	1996年末	
アメリカ	5117.12	6448.27	ダウ工業株30
イギリス	2690.1	2813.6	FT30工業株
ドイツ	2358.9	2889.8	コメルツ銀株価
フランス	1871.97	2315.73	CAC40株式
オランダ	321.5	437.30	CBS 全株式
スイス	1132.01	1321.23	スイス銀総合
カナダ	4713.01	5927.19	トロント総合300
オーストラリア	2203.0	2411.2	オーストラリア全
香港	10073.39	13451.45	ハンセン指数
マレーシア	995.17	1237.96	クアラルンプール
台湾	5173.73	6933.94	加権指数

年末一ドル＝一五円、九七年二月(二四円)「日本売り」の声がかかれる状況で、軽々な対策は要求されないが、「市場の声は「減税・利上げ」(一・二四日経、ドイチュ・モルガン・グレンフェル証券武者陵司氏)という分析がある。外国人の見方は、「減税か、一二五―一三〇円までの円安容認」(一・一五日経、モルガン・スタンレー・アセットマネジメント、ビッグス会長)、「銀行経営へ影響するにはまだ早い」(一・二三日経、ゴールドマン・サックス証券デービッド・アトキンソン)などである。大蔵省や政府関係は「日本版「ビッグバン」の議論と進捗状況の予想と絡めて、無難な論評で時間を稼ぎたいところであろう。ビッグバンと絡めれば金融関係の株価がもっとも気にかかる。株価の二極化現象が生じているのはつとに指摘されてきたが、このところの株価不振は下の極に建設株、金融株が増えていることに

日には七〇〇〇ドル台に乗せている。日本株の不振がきわだつ所以である。

「つるべ落としのような株安」などと思わず新聞が書いてしまうような状況で、「数十兆円規模の不良債権、低金利による年金の運用成績悪化、社内失業、企業の利益率悪化等の現実を見てみぬふりする自己欺瞞に対する株式市場の警鐘」(一・二二日経)に対して政府も対策は無い。橋本首相は「足元の株価だけで経済対策をうんぬんするのは妥当ではない」(一・一三日)、三塚蔵相は「重大な関心をもって注意深く見守っていく必要がある」(一・一四日)、通産次官も豊田経団連会長も「株価対策の必要ない」(一・一三日)、梶山官房長官は「即効薬はない」(一・一六日)、加藤自民党幹事長は「株安は予算のせいではない」(一・一四日)という具合である。

株安だけではなく円安が並行したために(九六

特徴がある(一・二一東京第一部終値で五〇円額面換算三〇〇円以下)。

- 水産・農林 マルハ二八五、宝幸水二四五、ホウスイ二七〇(三銘柄)
- 建設 佐藤工二九〇、飛島建一七一、フジタ二二九、長谷工二七三、富士工二八七、三井建二五〇、ハザマ二七八、東急建二八六、熊谷組二〇三、国土開二四六、世紀東急二四八、ニッセキハ二九八、殖産住二二五(一三銘柄)
- 食品 農産工二八七、共同飼二九九、東洋糖二七二、プリマ二六〇、林兼二三三(五銘柄)
- 繊維 神戸糸二三〇、川島織二九〇、鐘紡二〇九、ユニチカ二一五、ダイワポウ二五六、シキボウ二二〇、大東紡二七五、レナウン二五〇(八銘柄)
- パルプ・紙 高崎紙二二五、加工紙二九〇、セツ二〇七、中央紙二二〇(四銘柄)

化学 コープケミ二八二、昭電工二七〇、日化
成二七五、テイカ二七七、石原産二五九、電化二
七六(六銘柄)

石油・石炭製品 富士興二八〇、Jエナジー二
九三(二銘柄)

鉄鋼 NKK二七一、住金二九二、神戸鋼二三
〇、高周波二七五、冶金工二八六、矢萩鉄二五一
(六銘柄)

非鉄金属 住軽金二八八(一銘柄)

機械 日製鋼二四六、新潟鉄二四一、ツ
ガミ二八一、アマダワシノ二七六、ダイジェット二
八七、石川製二八五、蛇の目二二六、シルバ製二
〇九(八銘柄)

輸送用機器 鬼ゴム二八九(一銘柄)

その他製造 アシックス二三六(一銘柄)

商業 ゼンチク二八六、阪和興二九〇、ナイス
日栄二四三、鈴丹二四九(四銘柄)

二月二〇日に日経平均は一万九〇〇〇円台を回
復し、建設・不動産は軒並み高となった。翌二
日は少し下がったが、一万九〇〇〇円は維持し
た。その日の三〇〇円割れ銘柄が計一〇一、一〇
銘柄以上になった業種が(公益事業の電力・ガス
を除いても)金融・保険、建設、海運と三つある。

株価上昇期に初めて一万九〇〇〇円台に乗せた八
七年一月一六日には、建設株では岡崎工二九三円
のみ、金融保険業株では〇(株価が付かなかつた
ものはある)である。海運株では東証一部上場一
三銘柄中一一までが三〇〇円以下である。現在も
上場一三銘柄中一〇が三〇〇円割れの海運は構造
的不況業種であって、これを除けば金融・保険と
建設に対する「市場の評価」激変が著しい特徴で
ある。もちろん個別株価の問題ではあるが、預金
するのがイヤになるような超低金利はこれらの業
種には大した効果を持たないと市場は判断してい

金融・保険 ダイエオMC二七八、日債銀二四

〇、拓銀一五〇、関東銀一五二、道銀一七〇、大
阪銀二二二、沖繩銀二九二、琉球銀二六四、福徳

銀一九九、徳陽シ銀二二五、日貿信二二三、三洋
二九三、勸角二五九、山種二七五、コスモ証二五

七、第二二八一、東洋二九四、ナシヨ証二八五(一
八銘柄)

不動産 エルカクエイ二七〇、藤和不二九〇

(二銘柄)

海運 商船三井二六五、ナビックス二二五、川
崎汽二六一、新和海二二四、乾汽船二五八、太平
海一九三、昭和海二二三、共栄タ二七五、第一汽
一九二、関西汽一七五(一〇銘柄)

電力・ガス 東電二二八、中部電二〇五、関西
電二〇九、中国電二〇三、北陸電二〇〇、東北電
二〇四、九州電二〇六、北海電二〇〇、大ガス二
九四、西部ガス二八七(一一銘柄)

るのであるが。いやむしる業種全体としてラ
に評価するのではなく、個別株として、少なくと
もディスクローズされた情報は分析し、金融・保
険業の場合は近い将来のビッグバンの影響を正當
に評価した判断だと思われる。

ビッグバン後の市場

株価の動向と並んで学生の注目を集めた日本版
金融ビッグバンも、当初の「気合だけ」という恰
好から大分具体的なシルエットが出来上がってき
た。フロントランナーになった外国為替取り扱い
の自由化が今のところビッグバンの積極的なイ
メージ・フィルムの役を果しているが、学生もさ
すがにこれだけを見てはいない。一方では二世
紀にかけて国際競争の激化を考えればビッグバン
は絶対に必要であると納得しつつ、イギリスと対

比してタイミングのずれ、銀行の基盤が脆弱化していること、そもそも護送船団行政が何十年続いた日本市場で欧米型の弱肉強食、優勝劣敗の自由競争が本当に定着するか——等、期待と恐れが相半ばしているといつてよい。

今回の改革を明治維新あるいは太平の眠りを醒ました黒船到来になぞらえる、いやそれ以上のものと考えられる見方もある。抽象的には何になぞらえることも可能であろうが、具象的レベルではこれは戦時・戦後体制の終了であろう。外国為替銀行制度は一九四九年の外国為替・外国貿易管理法に始まるが、為替管理自体は戦前の一九三二年資本逃避防止法にまで遡りうる。持株会社制度の復活はいうまでもなく戦後改革の三本柱の一つ、財閥解体後の恒久策「独占禁止法」の見直しである。金融ビッグバンではないが、もう一つの労働改革についても五〇年ぶりという労働基準法の見直し

よる記録」は競争売買の時間優先原則を担保するものとしていわば「永久保存」ルールとなった。取引対象商品を狭く限定しようという意見はほとんどないが、さりとてこの分野で目を見張るほどの新開発が突如登場するとも思えない。また市場仲介業者についても、取引対象商品が広がり、市場の種類が広がり、仲介業への新規参入が鼓舞されれば、結果としてかなりの混戦・競争激化になるであろう。

東西両陣営の対立期間は西側・自由主義経済に属し、アメリカ経済の傘の中で、エコノミックアニマルと酷評されながらもひたすら経済的發展を至上命題としてきた国が、二一世紀を前にして、停滞の中から、市場における自由競争の確保を掲げるのは皮肉な感がある。証券市場に関していえば、戦後、アメリカ型の大規模な大衆投資家層を基盤とした市場を形成してきた日本は、非「自由

がやはり図られている。最後の農業改革についても農業自体の衰退を背景に軽微ながら法人化の方向が出ているのは、個人・自営農主義への修正であろう。政治の「五五体制」崩壊に対比して華々しくはないが、経済の各方面で戦時・戦後体制への修正が現実化しつつあるのである。

さて証券市場関係では、いうまでもなく戦後市場を大きく規定してきた証券取引所再開時の売買取引三原則の一つ「上場証券の取引所市場集中」が今問いなおされている。三原則のうち「先物取引の禁止」はすでに八六年以来の先物取引導入で意味を失った。今年になって証券取引審議会総合部会は、(一)取引対象商品、(二)取引市場、(三)市場仲介業者、の三ワーキングパーティーに分かれて、精力的に議論を積み重ねている。市場集中義務を取り扱っているのは(二)取引市場WPである。三原則で残る一つ、「売買取引の時間順位に

市場」であったわけではない。原理原則は自由市場であるがこちらで縛られ、限定されてきた、「不自由市場」だったというべきであろう。問題は不自由であるとはいえ何十年行ってきた競争の経験が、国際的な大金融機関を除いては国内の限定された市場に密着したものであったことである。海外展開をしていない証券会社にとっては初の、想像しえないような競争環境が曲がり角の向こうに待っているだろう。

これに対しては積極思考で立ち向かうしかない。発行者にとっても投資家にとっても魅力的な取引が集まる市場を維持・拡大することができれば、それは市場仲介者の利益につながる。しかし、それは市場仲介者の利益に存在せず、また、仮にあまり魅力的な取引が多く存在せず、取引が集まらないとしても、フリー、フェア、かつグローバルな市場を、グローバル・スタンダードを確保しつつ、維持しなければならない。そう

いう時代になったのではないか。製造業はなんなら国内工場をすべて閉鎖してアジア諸国やアフリカ、中近東、どこにでも出ていけるかもしれないが、金融・証券市場は日本市場を閉鎖するわけにはいかないのだ。積極的に商機を捉え、新たな市場を創り出すことこそが、最低限の前提になる。そして、その新たな市場、新たな取引を生み出すのは、現在の三〇代以下の若い層が中心になるべきではないか。中高年層は、これからは消費者としての側面が中心になる。積極的な生活設計、社会設計を自らの将来の問題として考えるべき層こそが、金融・証券関係でも二一世紀を展望してほしいと思う。

(こぼやし かずこ・当研究所主任研究員)