

第百二回 参議院大蔵委員会會議録第十八号

昭和六十年六月十四日(金曜日)

午前十一時一分開会

委員の異動

六月十四日

兼任

倉田 寛之君

補欠選任

松岡満寿男君

出席者は左のとおり。

委員長
理事

藤井 裕久君

伊江 朝雄君

大坪健一郎君

藤井 孝男君

竹田 四郎君

桑名 義治君

委員

梶木 又三君

倉田 寛之君

志村 哲良君

下条進一郎君

中村 太郎君

福岡日出麿君

藤野 賢二君

松岡満寿男君

宮島 澁君

矢野俊比古君

吉川 博君

赤桐 操君

大木 正吾君

鈴木 和美君

近藤 忠孝君

栗林 卓司君

木本平八郎君

政府委員

大蔵省主計局次
長

野末 陳平君
平澤 貞昭君

事務局側

常任委員会専門
員

河内 裕君

参考人

全国銀行協会連
合会会長

羽倉 信也君

日本証券業協会
会長

渡邊 省吾君

東京大学教授

貝塚 啓明君

専修大学教授

津村 英文君

日本証券経済研
究所理事長

荒井 勇君

東京証券取引所
副理事長

河本 國雄君

本日の會議に付した案件

○昭和六十年年度の財政運営に必要な財源の確保を
図るための特別措置に関する法律案(内閣提出、
衆議院送付)

○国債整理基金特別会計法の一部を改正する法律
案(内閣提出、衆議院送付)

○産業投資特別会計法の一部を改正する法律案
(内閣提出、衆議院送付)

○委員長(藤井裕久君) ただいまから大蔵委員会
を開会いたします。

昭和六十年年度の財政運営に必要な財源の確保を
図るための特別措置に関する法律案、国債整理基
金特別会計法の一部を改正する法律案及び産業投
資特別会計法の一部を改正する法律案の三案を便
宜一括して議題といたします。

本日は、三案審査のため参考人として、お手元

に配付の名簿のとおり六名の方々をお招きいたし
ております。まず午前中に三名の方々から、午後
に三名の方々から、それぞれ御意見を聴取いたし
ます。

この際、参考人の方々に一言ごあいさつを申し
上げます。

本日は、御多忙のところ、本委員会に御出席
いただきましてまことにありがとうございます。ま
した。委員会を代表いたしまして、厚く御礼を申し
上げます。参考人の方々から忌憚のない御意見を
承りまして、法案審査の参考にいたしたいと存じ
ます。

これより参考人の方々から御意見をお述べ願う
わけですが、議事の進行上、最初に参考
人の方々から一人十五分程度で御意見を述べ
いただき、その後、委員の質疑にお答えいただく
方法を進めてまいりたいと存じますので、よろし
く御協力をお願いいたします。

それでは、まず羽倉参考人にお願いたしま
す。お座りのままでどうぞ。

○参考人(羽倉信也君) ただいま委員長から御指
名いただきました全国銀行協会連合会の羽倉で
ございます。

本日は、昭和六十年年度の財政運営に必要な財源
の確保を図るための特別措置に関する法律案等に
つきまして意見を述べようとのことでございます。

そこで、まず昭和六十年年度の予算についてご
ざいます。

昭和六十年年度一般会計予算の規模は、全体では
五十二兆四千九百九十六億円と、五十九年度当初
予算比三・七％の増加となっております。しかし
ながら、国債費と地方交付税交付金を除きました
一般歳出は三年連続のマイナスとされたわけであ
りまして、歳出の節減に努められた財政当局の御

努力がうかがわれるところでございます。

一方、歳入面は、税制改正により貸倒引当金の
法定繰り入れ率の引き下げなど、法人関係におけ
る若干の負担の増加といった点もございますが、
全体として見ますと、増税なきの精神は遵守され
ているものと申すことができると存じます。

しかしながら、財政当局のさまざまな御努力に
もかわらず、六十年年度予算におきましても税収
及び税外収入の合計額と歳出との間には依然とし
て大幅な不均衡が生じており、なお一兆六千八
百億円の国債の発行に依存する予算になってい
るのであります。このことは、率直に申し上げ
ましてまことに遺憾であると申さざるを得ないと
思います。後に申し述べますように、六十年年度か
らは借換債発行額の大幅な増加も見込まれており
ます。国債の引受消化を担います私どもいたし
ましては、容易ならざる事態が続くと受けとめて
いる次第でございます。

今後急速な高齢化が予想されることも考え合わ
せまして、財政に対する需要は引き続き増加する
傾向にあるものと予想されるわけであります。こ
うした中で現下の財政の不均衡を改善しその効率
性を高めることは重要な課題であり、そして比較
的経済が安定している今はその好機であると考え
られるのであります。財政当局におかれましては
なお一層の歳出の見直し削減に努められますと
もに、長期的な展望を踏まえて財政の再建を強く
推し進められますことを希望する次第でございま
す。

次に、財確法等の内容につきまして申し述べま
す。

まず特別公債の発行についてであります。六十
年度予算におきましても五兆七千三百億円の特別
公債の発行が予定されております。これは五十九
年度に比べ七千二百五十億円の減額となっております。

まして、この間の財政当局の御努力には大変なものがあつたと思料いたしております。しかし、こゝにはなお一歩の減額、すなわち前年度に示された財政の中期展望に沿った一兆円程度の減額を行つていただきたいところでございます。

なお、特別公債の借りかえにつきましては、現在の財政事情からいたしましてやむを得ない措置であるとは申せ、これはあくまでも特例措置とすべきでございまして、速やかな減債に最大限努めていただきたいと存する次第でございします。

次に定率繰り入れの停止についてであります。定率繰り入れにつきましては、五十七年度の補正から教えまして、ことしで四年連続の停止ということになります。現在の財政事情からいたしましてこれまたやむを得ない措置ではありましよう。

しかし、定率繰り入れは国債の減債基金制度の骨格をなすものでありまして、その趣旨は、国債の償還財源をあらかじめ積み立て確保することによって、償還にかかわる負担を平準化することにあるというふうに考えられます。しかも、この制度が存在することの意義は、それだけにとどまらず、制度の存在自体が財政の膨張、国債残高の累増に対する間接的な歯どめともなり、ひいては公債政策に対する国民の理解と信頼を得ることに繋がつていゝというふうに考えられるのであります。厳しい財政事情のもとではございますが、定率繰り入れを基本とする減債制度は今後もこれを維持すべきものと考える次第でございします。

これに関連いたしまして、国債整理基金特別会計法の一部を改正する法律案には、この四月から民営化が行われました日本たばこ産業株式会社及び日本電信電話株式会社の株式の一部を国債整理基金に帰属させる措置が盛り込まれております。国債償還資金の充実のためこれは好ましい措置であると考えられますが、これはこれといったしまして、定率繰り入れを基本とする減債制度は維持すべきものと考える次第でございします。ここで、せつかくの機会でございますので、私どもの若干の要望等も交えて、国債全般について

の考えを申し述べさせていただきますと存じます。

第一は、国債発行額の圧縮の重要性についてであります。

資源配分、所得再分配、景気調整といった財政の持つ諸機能を生かし財政を効率化するために国債発行額の圧縮が必要とされておりますことは、既に御高承のとおり、改めて申し述べざるまでもございしません。加えて、国債の引受消化を實際に担つております私ども民間金融機関の立場から申しましても、国債の円滑な消化のためには国債発行額の圧縮が最も重要であります。

本年度の場合で申し上げますと、四条国債、特別公債を合わせましたいわゆる新規財源債につきましては、発行額が前年度に比べ一兆円減額されました。ところがその一方で、借換債の発行が大幅に増加するため、国債発行総額では前年度に比べまして二兆五千九百六十九億円の増加となりまして、二十兆円を超える見込みとなつていゝのであります。このように、借換債による国債発行総額の巨額化は今後さらに顕著になるものであります。申すまでもなく、借換債が発行されるということとは、一方で必ず満期が到来した国債の存在があり、その償還資金の支払いがあるということでありまして、こうしたところから、借換債の発行、消化といふことはともすれば容易であると考えられがちであります。しかしながら、現実の個別のケースを取り上げてみますと、満期に償還された資金が再び借換債に投資されるとは限りません。

すなわち、実際の市中消化という面におきましては、借換債であろうと新規財源債であろうと何ら変わりはないというふうに考えられるのであります。したがって、国債の円滑な発行、消化のためには借換債を含めた国債発行額の圧縮が最も重要な課題であると考えていただきたいと存するのであります。

第二は、資金運用部資金による国債の引き受けの一層の拡充についてであります。国債の円滑な消化のためには市中消化額をでき

るだけ圧縮することが必要であり、そのためには資金運用部資金の活用が望まれます。六十年度につきましてはこの点配慮をいただいたものとなりまして、今後とも、財政投融資計画の見直しなどを通じまして、資金運用部資金による国債の引き受けを一層拡充していただくようお願いする次第でございします。

第三は、市場実勢に沿つた国債発行条件の決定についてであります。

国債を市中で円滑に消化していくためには、発行額に配慮することのほか、金利、価格といった発行条件が市場の実勢を反映されて決められることが必要であります。近時は発行条件の改定に際して市場実勢を反映させた弾力的な扱いが行われておりますが、金利の上昇局面においても対応が適切にちなるなどといったことがないよう、今後とも市場実勢を一層尊重した国債発行条件の決定が行われることを強く要望いたす次第でございします。

第四に、国債の引き受けを担つております民間金融機関の資金吸収力の強化についてであります。

私も民間金融機関は国債の最大の引受手でありまして、郵便貯金の肥大化によってその資金吸収力が阻害されておりますことは大きな問題であります。郵貯は官業であり、その肥大化の是正は臨調答申でも厳しく指摘されたところであります。この点につきまして、賢明かつ早急な御配慮をお願いいたしたいと存じます。

最後に、短期国債につきまして私ども民間金融機関の見地から一言申し述べさせていただきます。国債整理基金特別会計法の一部を改正する法律案には、年度内に償還される借換国債の発行措置が定められております。これを含めた償還期限一年未満のいわゆる短期国債は、銀行預金と競合する面があることも考えられます。また、預金金利の自由化や金融市場動向等についての配慮を欠く場合には、民間金融機関の資金吸収力の面だけで

なく金融市場全体にも好ましくない影響も生じかねません。したがって、短期国債の発行に際しましては、金融自由化の進展状況や金融動向に十分配慮しながら検討される必要があると考える次第でございします。

以上いろいろと申し述べましたが、私どもの要望につきましての格別なる御配慮をお願いいたしまして私の陳述を終わらせていただきます。どうもありがとうございました。

○委員長(藤井裕久君) ありがとうございます。

次に、渡邊参考人をお願いいたします。

○参考人(渡邊善吾君) 御指名をいただきました日本証券業協会の会長をしております渡邊でございます。

本日は、昭和六十年年度の財政運営に必要な財源の確保を図るための特別措置に関する法律案等につきまして意見を申し述べようというところでございします。証券市場に携わつております者の立場から意見を申し上げたいと存じますが、それに先立ちまして一言お礼を申し上げますが、先般本委員会におきまして債券先物取引に関する証券取引法の一部を改正する法律案について御審議を賜り早期に議了されましたことに対して、この席をおかりいたしまして衷心より厚く御礼を申し上げます。さて、財源確保法案等の前提となつております昭和六十年年度の予算についてでございますが、現下の厳しい財政事情のもとに於て財政再建を推進する見地から、国債費と地方交付税交付金を除きました一般歳出につきましては、既存の制度、施策の見直し等を行ひ三年連続して圧縮されておりますのでございします。一方、歳入につきましては、新規財源債の発行額が五十九年度当初予算に比べて一兆円減額されておき、財政再建に取り組みされております御当局の御苦心のほどを察しますとともに、その御努力を評価するものであります。

次に、現在御審議が進められております財源確保法案等について申し上げます。

まず、昭和六十年度の特例公債の発行額についてであります。本年度の財政運営に必要な財源を確保し国民生活と国民経済の安定に資する観点からその発行額を五兆七千三百億円でござります。これは、財政の現状その他の諸情勢を考慮しました場合、まことにやむを得ないものと存じます。

また、同法案におきまして、昭和五十七年度以降四年連続して国債償還の定率繰り入れの停止措置を講ずることとされております。国債の減債基金制度は、国債の償還財源を確保し、その負担の平準化を図るためのものでありますので、この観点から、国債償還の定率繰り入れの停止は決して好ましいことではございませんが、国の財政収支が著しく不均衡な状況にあることから見ましてこれもまたやむを得ない措置であると存じます。

次に、国債整理基金特別会計法の改正案について申し上げます。

同法案において、年度内に償還される借換国債の発行並びに翌年度における国債の整理または償還のための借換国債の発行等の方策を講ずることとされておりますことは、本年度から本格化したします国債の大量借りかえを円滑に処理するためぜひとも必要な措置であり、その実現が強く望まれるのであります。

なお、同法案中に、日本たばこ産業株式会社及び日本電信電話株式会社の株式の一部の無償増属の措置が盛り込まれておりますが、このことは国債償還資金の充実に資するものと考えられ、まことに適切な方策であると存じます。

さらに、産業投資特別会計法の改正案におきましては、日本たばこ産業株式会社及び日本電信電話株式会社の株式の一部を同特別会計に帰属させることとされておりますが、これは、配当金収入を技術的研究の促進等産業開発の財源に充てることにより国民経済の発展と国民生活の向上に資することを目的とされておりますことから、適切な

措置であると存じます。

御高承のとおり、最近の我が国経済は着実に安定成長の路線をたどっておりますものの、我が国をめぐる経済環境は必ずしも樂觀を許さない状況にござります。したがって、今後の内外の経済動向に即応して財政の円滑な運営を図るため、六十年度予算と表裏一体の関係にござります六十年度の財源確保法案等につきましては、その早期成立が強く望まれるのであります。

私も証券界は、昭和四十年に国債の発行が再開されて以来、長年にわたって国債の個人消化に努力を重ねてきたところであります。昭和六十年度におきましても、引き続き新規財源債、借換債の双方について個人消化を一層促進することにより、財政の円滑な運営にささかなりとも御協力申し上げてまいりたいと考えております。

つきましては、国債の円滑な消化とその流通の一層の拡大を図るという観点から、若干の事項について要望を申し述べさせていただきますと存じます。

まずその第一は、国債の発行条件の一層の機動的な決定と国債の多様化をさらに図りたいこととでございます。

国債の発行条件につきましては、関係当局の御配慮によりまして、市場実勢化が大きく進展してきており、私ももとしましてこれを高く評価してきているところであります。近年、公社債流通市場は急速な拡大を示しており、年間の売買高は八百兆円を超えるに至っております。これに伴いまして、投資家が新発債を取得するに当たって、流通市場の価格が投資判断をする上で極めて大きなウェイトを持つという状況が生まれつつあります。また、一方、資本取引の国際化の進展によりまして、我が国の流通市場は海外の金利動向の影響を受ける度合いが高まってきております。こうした状況にかんがみ、国債の発行条件につきましては、今後とも引き続き市場の変化に応じて一層機動的に決定されるよう御配慮をお願いしたいのであります。

また、国債の種類につきましては、近年多様化が進められてきておりますが、今後、財政負担の軽減を図りつつ国債の円滑な消化を促進するとともに、投資家の選択の幅を広げる意味からも、国債の多様化を一層推進されるようお願いいたします。

第二は、国債の大量償還、借りかえに対処して、これを円滑に処理していくため、短期国債の十分な活用等について御配慮をお願いしたいというところでございます。

御高承のとおり、昭和六十年度には、特例公債と建設国債とを合わせまして十兆二千六百億円という多額の償還が予定されておられ、それ以降も大量の償還が予定されております。国債の借りかえの実情を見ますと、概して、償還を受ける投資家と借換債に応募する投資家とは別人になっております。このため、国債の消化という観点から見ますと、借換債も新規財源債と何ら異なることなく、大量の発行が一時期に集中した場合には市場の秩序を混乱させるおそれもございます。したがって、今後、借換債の大量発行による流通市場への影響を回避しつつ借りかえを円滑に処理していくためには、さきに申し上げました発行条件の機動的な決定に加え、借換債の発行量を平準化する手段としても短期国債を発行しそれを活用することがぜひとも必要だと考えます。

また、短期国債の発行が実現すれば、短期金融市場における商品の多様化がさらに促進されることとなり、その量的な厚みとともに、短期金融市場の一層の整備拡充に資することになるものと存じます。これが、また、最近における金融資本市場の国際化の要請にこたえるゆえんでもあると存じます。これらの点を勘案し、短期国債の発行について十分な御配慮をお願いしたいのであります。

要望の第三は、債券先物市場の育成についてであります。債券先物市場創設の問題につきましては、昨年十二月に証券取引審議会から「債券先物市場の創設について」の報告が行われ、これを受けて関係当局において検討が進められた結果、債券先物取引に関する証券取引法の改正案が今国会に提出され、冒頭申し上げましたとおり、本委員会の御審議等を経て、一昨日衆議院大蔵委員会において可決されたところであります。

御高承のとおり、債券先物取引導入の目的は、国債の発行残高が累増する状況にあることにかんがみ、国債を大量に保有している機関投資家や事業法人等に対して、債券の価格変動に対するリスクヘッジ手段を提供することにあります。また、その導入は、国債を中心とする公社債市場の安定、拡大に資するとともに、我が国の金融資本市場が国際的な市場として一層その機能を充実強化していくこと等に寄与するという大きな期待が込められております。

こうしたことから、私も証券界といたしましては、債券先物市場の創設が実現した暁には、健全な市場運営を図り、国際的にも通用する市場の形成に努めてまいりたいと考えております。

諸先生方におかれましては、市場の創設が実現した後も、債券先物市場の健全な育成を図るため、引き続き諸般にわたって御配慮を賜りますようお願い申し上げます。

最後に、有価証券取引税についてお願いを申し上げます。

有価証券取引税は転々流通する有価証券に対して課税される流通税でございます。その税率は本来低率であるべきであります。しかしながら、我が国の有価証券取引税の税率は、この十年間に三回にわたって引き上げられました結果、先進主要国の中で最も高い水準にあります。

金融資本市場の自由化、国際化が進展する中で、公共部門、民間部門の双方を通じて直接金融のウェイトが漸次高まってきており、これに伴いまして証券市場の機能の強化拡充の要請が一段と強まっております。このような情勢にかんがみ、株式、公社債に対する有価証券取引税の税率を大幅に引き下げるとともに、国債に対する課税を撤

廃されるようにお願いしたのであります。

特に、国債等の現先取引に対して有価証券取引税が課税されていることが大きな要因となり、現先市場の規模は縮小を余儀なくされております。このような傾向が今後も続くことになり、国債の発行、消化にも支障が生ずることが憂慮されます。つきましては、国債等の現先取引に対する有価証券取引税の課税を撤廃されるよう強くお願い申し上げます。

以上、昭和六十年年度の財源確保法案等について意見を申し上げますとともに、国債の発行、流通の拡大に資する観点から幾つかの事項について要望を申し上げた次第であります。金融資本市場の自由化、国際化の進展により証券市場の国民経済に果たすべき役割はいよいよ重要性を加えてきております。私も証券界としては、このような証券市場の重要性を深く認識し、市場機能の一層の強化のため最善の努力を重ねてまいり所存であります。

諸先生方におかれましては、証券市場の健全な発展のため今後とも引き続き格段の御高配を賜りますようお願い申し上げます。私の意見陳述を終わらせていただきます。

ありがとうございます。

○委員長(藤井裕久君) ありがとうございます。

次に、員塚参考人をお願いいたします。

○参考人(員塚啓明君) ただいま御紹介にあずかりました員塚でございます。

参議院のこの委員会の参考人として意見を述べます機会を得ましたことを光榮に存じます。

財源確保法案と国債整理基金改正法案などの問題につきまして最初に私の私見を述べさせていただきます。後で多少時間がございませうれば、財政再建の問題についても私見を述べさせていただきます。

昭和五十年以降の大量の国債発行、特に特例公債の償還の時期が来ておりまして、これにいかに対処するかということが現在の問題になっている

と思います。

国債発行の問題と申し上げますのは、元来は財政の問題であるかのごとくであります。実を申し上げますと、もう一つ金融の面が重要でありまして、財政と金融の問題の接点为国債発行の問題であります。

金融の問題から申し上げますと、結局国債を発行するということは政府がお金を借りるということでありまして、お金を借りるということは金融の問題であります。貸し借りの問題は金融の問題でありまして、ですから、そこでどうしても金融サイドで非常に円滑にお金が借りられるということが一つの重要な問題になってくるわけであり

ます。他方、財政の側の問題からは、当然のことではありますが、財政は財政規律を維持するということが重要であります。したがって、国債の発行に際しましては、財政全体の運営が規律を失わないうようにするという措置といえます。考え方が必要になると思ひます。現在の日本の国債発行の制度につきましても、例えは昭和五十一年度ですか、以降発行された特例公債につきま

しては、元来は現金償還をすべきであるということでありました。これは実を言うと、なるべく早く財政収支をよくしてできる限り現金で償還するのが望ましいという財政規律の立場から、そういうことが言われたはずであります。それから国債整理基金という考え方、やはりこれは財政規律の立場から、国債を発行する場合にはちゃんと償還するような財源を用意しておかないといけな

い、そうでないといふ困るのじゃないかという発想法からでございまして、現在の日本の国債発行に関する考え方、伝統的に財政の規律を非常に重んずるといふことに中心がございまして、現実の経済とい

いますか、そういうものは、実を申しますと昭和五十年以降の大量の国債発行以降非常に変わりました。現在の段階で、特例債の脱却というのは事

実上非常に困難であるということになります。そういったしますと現金償還ということは非常に難しい。したがって借りかえる、ということには要するに、もう一度借りるということをやらざるを得ないということになります。借りかえの問題というのは、ちょっと考えますと非常に危険なように思

います。金融の立場からいいますとこれは割合と簡単な話であります。なぜかといふと、現在国債をお持ちになっている方は資金をそれに使

つておられるわけですね。したがって、国債が償還されるときにそのお金を全部消費してしま

うかといふと、それはそうじゃありません。もう一度必ず貯蓄といふか投資されるはずであります。そうしますと、元来、借りかえるというときには今お持ちの方がおられるわけですから、その方がそのまま金融資産を持たれるとい

う方が普通であります。そこで、ちょうどそういう方々に新しく国債を売りに出して、買つてくだ

さいといふことが借りかえでありまして、これは割合と金融的には問題が少ないといふふうに思

います。そういうことでありますので、実を申しますと借りかえの問題というのは、財政の立場を重んずるか金融の立場を重んずるかによつてかなり考え方が違つてくるということになります。現在こ

ギリスでもこういう制度は事実上使われておりませんが、私は、先ほど申し上げましたように財政規律上は償還制度は維持しておいた方がいいと思

います。したがって、償還ルールも、今度のルールは六十年償還ルールであります。こ

れもやはりこういう形で償還のルールを残しておいた方がいいと思ひます。というのは、やはり財政赤字のしりを余り安易に考えるのは望ましくないのであつて、そういう意味で制度は残した方が

いいといふふうに考えております。ただ、先ほど来申し上げておりますが、こういう借りかえといふのは元来資金繰りの話でありまして、お金を借りるということでございますので、なるべくスムーズにお金が借りられるようにした方がいいわけであり

ます。したがって、金融市場の状況というのはいろんな何といひますが借金

の仕方があつてございまして、長期に借りる、あるいは短期に借りる、短期も三ヶ月ぐら

いで借りる非常に短いものから長いものまであるわけですが、結局金融市場あるいは証券市場で、なるべく金利が安いやり方で、市場にあま

ります。新財政年度に入つてすぐに急にばたばたやるというのは非常にやりにくい話でありますので、事前に借換債を年度越しに出しておくと、方角金融的にはスムーズであるというふうに思います。

それから借りの問題は、先ほど来お二人の参考人も意見を述べられておりました中で、やはり市場の実勢をなるべく重んじて行われるのが望ましいと思います。それから、金融政策との協調関係も留意されるのが望ましいというふうに考えております。

以上が、大体私の財源確保法案、国債整理基金改正法案などに関する意見でございますが、多少時間がございますので財政再建について私見を述べさせていただきます。

財政再建の問題は、昭和五十年代からずっと経済の中で大きな問題として非常に議論を呼んでおるところでございますが、第三者的に申しまして、今の大量国債の発行が経済にすごく悪い影響を及ぼしているかと申しますと、それはそうではないというふうに思います。例えばインフレになったり、政府がお金を借りることで民間の資金が非常に詰まつて、民間の会社が金利でないと資金を借りられないというふうな状況は来ておりません。恐らくアメリカはもうそういう状況になつてしまつて、アメリカの連邦政府がすごく借金をいたしまして、アメリカの国内の貯蓄は相対的には少ないので、ですからアメリカの金利が高いということはよく言われておまして、それが波及して日本経済にも大きな影響を持つておるわけでございますが、したがつて日本経済自身で今大量国債発行が非常に経済に悪い影響を及ぼしているかという、そうではないと思います。

しかし、中長期的には大量の国債発行は大きな問題をやらんでおまして、恐らく十年後にはかなり日本の財政支出はどうしてもふえざるを得ない、特に年金とか社会保障に関して支出がふえざるを得ないと思います。したがつてそういう点を考慮に入れますと、例えば税制の改革の問題が今

非常に議論されておりますが、当面は、税収入全体は変えないとしてその組み合わせを変えて税制改革を考へる。しかしその場合に、やはり当面の税制改革は、将来税負担を上げるということがどうしても問題になりますので、そこを十分考慮に入れて現在の税制改革を考へるべきだというふうに思つております。

現在の財政再建は、六十五年度に脱却するというふうな目標になっておりますが、確かに行政改革は必要ではあります、シーリングの使い方も少しづつ無理が来ておまして、徐々に限界に來ているような感じがいたします。六十五年度に特別公債を脱却するということは私は妥当な目標だと思ひますが、そのプロセスではやはり多少の増税を実現していった方が、将来の日本の財政の中で非常に大量の国債が発行されるという事態は好ましくございませんので、そういうことを考慮に入れて今後の財政再建をやつていただければ、何といひましようか、今後の日本経済にとって非常に好ましいことではないかというふうに考へておる次第でございます。

多少は時間がまだ余つたようでありましてけれども、この辺で私の私見を終わらせていただきます。

どうもありがとうございます。

○委員長(藤井裕久君) どうもありがとうございます。

以上で参考人の方々の御意見の陳述は終わりました。

これより参考人に対する質疑に入ります。

質疑のある方は順次御発言を願います。

○竹田四郎君 お三人の参考人の皆さんには、大変お忙しいところを貴重な御意見を伺わせていただきました。いろいろお聞きしたいことはたくさんあるわけでありまして、時間が限られておりますので、なるべく簡明にお答えをいただきたい、こういうふうに思ひます。

最近、財政再建について、現代総研あたりを中心といたしまして、国債の発行額をもう固定してしまつてそれ以上はふやさない、しかししうんと今の形での減らすということもしない、固定額にしてそのまゝ何年かずつといふば必然的に割合が減るから国債発行額というものは減るじやないかというふうな意見もございします。あるいは、GNPに対する比率というものを一定にしない、それをふやすようなことはするなというふうなことを。今まで政府がやつてきたような特例国債をゼロにするというの、今まで守られたことがないわけですね。三回ぐらい目標をつくつたわけですが、常に守られていないわけでありまして。今の先生のお話の中で、シーリングについてはかなりの苦しさが出てきておるので、そのことに關連して、全体としての国債を余り切ることというふうなことは、あちこちから意見が出ておるわけでありまして、そういう意味で、余り急になくすということになるとどこかに大きなひずみが出てくる。特に年金あるいは社会保障面では大きな抵抗が出てくるかと考へられるわけでありまして、その辺について、固定していく、あるいはGNPとの比率を維持してもうその率でいくというふうな考へえについて、どんなふうにお考へになつておるか、これを伺ひたいと思ひます。

それから、今のお話の中で、多少の増税はというお話があつたわけでありまして、これは今いろいろ意見が出ておるわけでありまして、先生は具体的にどういふ増税ということをお考へになつておるか。この二点について、まずお伺ひしたいと思ひます。

○参考人(貝塚啓明君) ただいまの御質問にお答えいたします。

現代総研の提案というのは私は細かい点は存じませんが、大体、固定して国債発行額を制約として設けた方がいい。その提案はかなり現実的な提案だといふふうに私は受け取ります。というのは、固定しておけば、経済規模が拡大していくわけです、国債の経済全体に占める比重も下がっていくわけでありまして、現在よりも政策が多少の自由度を持ち得るという意味ではそうであらうと思ひます。

ただ、一つだけ気がかりなのは、今までの財政再建のやり方というのは、ありていを申ししますと、目標がきつち守られていないといふことはそうなんでありまして、目標を置いておくこと自身の効用というのがあるとして、それでみんな頑張るということがありました。何か、財政再建といふのは現実よりちょっと難し目のところに目標を設定しておいて、みんなそれで頑張つてやる、そうすると相場の成果が得られるといふところが割合と重要なところでありまして、多少無理をしないとだめじやないかといふところがあります。

ですから、何といふんでしようか、一定額にしておくといふのもかなり現実的な判断だと思ひますが、ただそこにある種のちょっと無理して実現するといふふうな目標がいつもあつた方が私はよろしいんじやないかというふうに思つておる。

それから、増税の問題につきましては、これはもういろいろ議論がございまして、大変政治の問題でございますが、私どもが第三者的に眺めておりますのは、意見として申し上げたい点は、先ほどちょっと申しましたように、余り税収入は変えない、多少ふやしてもいいかもしれない、その中で恐らく税の組み合わせを要するといふことだらうと思ひます。それは所得税の思い切つた減税をやつて、かわりにしかし財源が必要でありますから、その場合何を導入するかといふのがこれは大変大きな問題だらうと思ひますが、やはり私は消費に於ける税金を導入することを考へるべき段階ではないか。その中で恐らく税制としては一番今後、先ほど来申しましたように、かなり長期的に財政需要があるわけですから、というのは十年先とかそういう先のことで考へますと、財源として後の時代に使えるような税制を備えておくのがいいのではないか。そのためには、恐らくヨーロッパ型の付加価値税がいいのではないかというふうに考へておる。

金融の自由化といいますが、いろんな意味での自由化があるわけでありませうけれども、そういうことと、先ほど羽倉参考人のおっしゃられた資金運用部の引き受けをもっと多くしてくれないかという、これは御希望でありますけれども、この辺は日本の貯金、金融のあり方と密接な関係があるように私は思うわけでありまして、そういう意味では日本の自由化はどんな形で進んでいくのだろうか。

この十八、十九日も日米・ドル委員会のフォローアップがあるわけでありませうけれども、こういうものを見たり、この間の金融制度調査会の答申なんかを見ておりましたも、預金金利の自由化というのは意外に早く進んでいるわけでありまして、大口のものは二、三年と言っていたのがどうも一年ぐらいいは短縮されそうであります。この前は小口預金金利の自由化という問題はほとんど円・ドル委員会のあれには出ていなかったわけでありませうが、今度あたりは具体的に出てきておりませうし、さらに今度のフォローアップではもっとこの面の問題が具体的に出てくるということになりますと、これは預金による調達というそういう今までの機能というものが、そこが重点でなくなってきた、日本は郵貯があるからその辺は貯金による調達はあるわけでありませうが、銀行関係では市場性預金による資金の調達という面がこれから多くなってくるんじゃないだろうかというふうなことが考えられるわけでありませうが、その辺は一方では郵貯との関係を一体どう考えていくのか。

この問題は、これからの日本の自由化と、それから国債を消化するための金融あるいはその他の設備投資のための金融という意味では、かなり日本の金融界の大きな問題になるだろう。あるいは、今までの金融界自体におけるいろいろな枠組み、これもかなり変えていくんじゃないだろうか。あるいは金融界と証券界との垣根の問題というふうなもの、今までのような形はもう自然になくなっていく可能性が非常に強いんじゃないだろうか。低くなるというふうに言われております

けれども、そういう関係がどうも出てくるのではないだろうかというふうには私は考えるわけでありませうけれども、そういう意味で羽倉参考人に、金融の今後の自由化の進展と、そうした特に郵便貯金の問題。

それからもう一つは、私はどうしても、これだけ自由化されてくるということになると、円の国際化の問題が当然出てくる。そうなるかとやっぱり、オフショア市場の問題などもこれは早急に実現をしないかという、そうした自由化の体制というものに追いついていかないのではないだろうか。あるいは同時に、日本における資金調達という問題では、ユーロ円なんかの中長期の借り入れの問題なんかもあるわけでありませうけれども、そういう面でも自由化というものがこの国債のあり方によってかなり進展を同時にしていくのじゃないだろうか、内外からの進展状況というのがあるのではないかとと思うんですが、その辺はどんなふうに見ていったらいいだろうか。

○参考人(羽倉信也君) 大変いろいろな御質問がございましたので、私なりに理解いたしました範囲でお答えをさせていただきますと存じます。

一つは金融の自由化の問題でございますが、まず、日本の金融の自由化というものが、対内的な要因としては、やはり今御指摘がありましたように、大量の国債が発行され、そしてことしあたりから大量の償還が行われる。そのために、いわゆる償還期限の短い近物の国債が非常にふえてくるということによって促進されたということは、これは否定したい事実でございます。それに加えてまして我が国の自由化というのは、特に外圧と言われております、主としてアメリカからの、しかしそれ以外のヨーロッパの国からもございませうが、そういった外国からの要求によって進められておるといふのが現状であらうかと思っております。ただ、そういったことによって進められておりますために、必ずしも自由化の進み方というものが、全体としての金融市場、あるいは今御指摘がありまして今までの金融の一つの構造と申しますか、そ

ういうようなものが一つの整合性を持った形で自由化が進められていられると残念ながら言いたいのではないかと思います。そういった点では、これからできるだけそういった将来の自由化のもとにおいてあるべき金融のシステムというものを考えて自由化を進めていく必要があるのではないかと、いうふうには、私も考えておるわけでございます。

そのことをまず最初に申し上げまして、次に預金金利の自由化について申し上げますと、今御指摘がございましたように、金利の自由化というのは我々が考えておりました以上に速いテンポで進んでおるといふことが申し上げられると思っております。昨年の円・ドル委員会におきまして大体大口金利の自由化が二、三年以内に行われるというところになったわけでございますが、現実の進みぐあいを見ておきますと、これがもう少し早くも早くなるのではないかと、これが率直な私どもの印象でございます。しかしながら、このことは決して日本の金融にとりまして私はそう大きなマイナスではない。むしろ自由化を進めることによって今お話がございました国際化という面におきましても進展が見られるということで、私はこれはむしろ歓迎すべきことではないかというふうに考えておるわけでございます。

ただ、我が国の場合、金利の自由化を進めます上においてやはり何と申しまして一番大きな問題は、御指摘がございましたように郵便貯金の存在でございます。郵便貯金は、御承知のように、我が国の個人預金の三分の一以上を占めるに至っております。そして、特に銀行との関連におきましては、いわゆる普通銀行の個人預金の総額をはるかに上回る金額に今やなっておりますわけでございます。そういったことからいまして、小口預金の金利の自由化につきましては郵便貯金の存在というものを無視しては考えられないわけでございます。

いま、民間金融機関と全く別のシステムによりましてコスト計算その他がなされて、そして自由化された場合の金利設定が行われる懸念があるわけでございます。もしそういうふうなことになるならば、民間の個人預金の三分の一を占めている一つの団体が金利決定をいたしますと、その金利がいわゆる個人預金のマーケットにおいてプライスリーダーになるということこれは全く自明の理であらうかと思っております。そうなりますと、いわゆるフリーなマーケットにおいて形成される金利とは全く別に、独自のコスト計算に基づいた金利によって個人預金の金利が決定されるということになりますと、これは自由金利とはいいたがたいというのが私どもの考えでございます。したがって、郵便貯金をどういうふうな処理するかということも抜きにいたしまして小口金利の自由化ということとは考えられないというのが私の考えでございます。

そういった面では、先ほど申し上げましたように、臨調答申におきまして、郵貯につきましても民業の補完に徹すべしということが強く求められております。定額貯金の見直し、商品性の見直しということも指摘されておりますが、これは最初は五十六年、それから五十八年というふうなそういう一時的な答申が行われておりますが、それが全く現在まで実現されておらないのが実情でございます。むしろその反面におきまして、郵貯の方は民業圧迫と思われるような新しい分野に着々と進出しているというのが実情でございますので、その辺につきましては、自由化問題の推進とも絡めましてぜひ御配慮を賜りたい、かように存ずる次第でございます。

それから資金運用部による国債の引き受けにつきましては、私どもとしましては、これは国債管理政策の一環といたしましてやはりシロ引き受けというものが従来から原則として行われているわけでございますが、私は、我が国の国債消化の今日までの状況、さらに今後の状況を見通しまして、このシロ引き受けの方式というのは今後とも堅持すべき一つの行き方ではないか、かように存ずるわけでございます。その場合にやはり、かつ

て昭和五十年代の前半におきまして見られましたような、民間の金融機関に多大の犠牲を払わすことによつて国債の大量の消化が行われたわけでございますが、そういった事態は今後絶対に再現されてはならないというふうに私は思うわけでございます。そして、そういった点から考えますと、資金運用部による国債の引き受けというのは今後とも拡充していただきたいというものが、私どもの国債管理政策上の必要性からいって特にお願いしたいところでございます。

オフショア市場の問題につきましては、東京のオフショア市場というのは、現在のところいろいろと外為審議会におきましても特別の委員会を設けて検討をされることになっておりますが、これはまさに時宜を得たものであるというふうに私は考えております。

と申しますのは、東京は御承知のようにニューヨークとロンドンのちょうど中間にございます。したがって、ニューヨークと東京そしてロンドンという国際的な金融市場がござりますと、これはちょうどその中間を埋める形になります。単に日本だけでなく世界の金融市場の円滑なる運営という点から、あるいは発展という点からいって、大変好ましいことであるというふうに私は考えておるわけでございます。またさらに、現在世界を見渡しまして経済発展が最も著しいのは、御承知のようにいわゆる環太平洋地区でございますが、パンフィックリムというところでございますが、東京を中心としたしまして、香港であるとかシンガポールであるとか、そういったものを含めましてアジアのオフショア市場がさらに相乗的な効果を持つて、いわゆる金融市場のバイの拡大といえますが、取引界の増大というものが図られるというふうにも思うわけでございます。

また、東京にそういうふうな金融市場ができることによりまして、外国の銀行等のいわゆる取引の機会、したがって当然のことながら収益機会もふえることになるわけでございまして、外国銀行から今いろいろ、日本の金融市場の自由化、

そういうものをさらに促進してほしいという要求が出ておるわけでございますが、そういった面でも、したがって、いわゆる言われるところの外圧による金融摩擦の緩和策にも有効であるというふうにも考える次第でございます。そして、私ども銀行界といたしまして、できるだけこれを促進していただきたいというふうな考えに立つて前向きに取り組んでいきたいというふうに思っております。

なお、日本の金融機関の中でも、特に地方銀行等におきましても、現在やはり日本の経済全体が大変国際化しておりますので、そういった国際業務への傾斜、進出といいますが、そういった要望は非常に強いわけでございますが、ロンドンとかニューヨークだけが国際金融市場でござりますと、地方銀行がそういった分野で活躍するというのが非常に難しいわけでございますが、しかしもし東京にオフショアマーケットがござりますというところになりますと、そういった地方銀行等、あるいは場合によれば相互銀行等におきましても、東京のオフショアマーケットを通じて積極的に国際金融市場に参入していくことができるということと、そういった点につきましても大変好ましいことであるというふうに考えております。

以上をもちまして私のお答えとさせていただきます。

○竹田四郎君 私の時間がもうお答えを含めまして二十二分までしか時間が与えられておりませんので、渡邊参事人にいろいろお聞きしたい項目はたくさんありますけれども、簡単にお答えをいたしたいと思ひます。

一つは、きのうからも非常に問題になりましたけれども電電株の売り方ですね、これが随分いろいろ意見があります。大蔵大臣も、いろいろ人の御意見を承りたいときのうもおっしゃっておりまして、御意見の承りたいとき、方法、こういうふうなもの、一体どんなふうな考えたらいいのだらうか。私どもこれについてはさらにこれから

ら詰めていかなければならぬ問題もあると思ひますが、その辺のお答えをひとついただきたいと思います。それからもう一つは、日本の国債がもう少し外国に売れないだろうかと思うので、すけれども、その辺を証券業界としてはどんなふうにお考えになつて、どんなことをしたいのだからかという御質問でもあればひとつ伺いたいと思ひます。大変短い時間で恐縮でございますけれどもお願いします。

○参事人(渡邊君) 御質問の問題はきょう午後私どもも業界の者もいろいろ御質問を受け、お答えするように段取りができていますというふうに私聞いておりますけれども、今の御質問に對しましては、非常に重要な問題でございますし、それから非常に関心を呼んでいるように聞いております。しかしこれは、過去にそういうふうに聞いておりましたこともござりますので、そういったことも参考になると思ひます。また、その時期等につきましても、当然証券市場、株式市場の状況等もこれは重要な要件でござります。ようし、価格につきましても、今申し上げましたような過去の例もござります。したがって、今ここで私が、この案でいくべきではないかというのを申し上げるのはいかえって非常にまずいことじゃないかと思ひますので、また関心も呼んでいる問題でありますので、慎重に検討して、結論が出た上で実行するということじゃないかと思ひます。

それから、日本の国債が外国に売れないかという御質問でございますが、今、外人の日本に對する証券投資はいろいろございまして、特に株式投資につきましても御承知のようにかなり前から盛んに行われておりますが、日本の国債に對しては、これは外国と日本では長期金利の差がかなり激しいございまして、今、日本の機関投資家は、特に米国中心でございまして、外国の高金利の長期債に對する投資が非常に大量に実行されておるわけでございまして、外人が逆に日本の長期債に對して、特に国債に對して投資をす

るといふことも当然考えられるわけでございすけれども、その点は金利差と、それから円とドルとの為替の問題といふことが大きなファクターにならうかと思ひますので、早急というわけには現状では難しいのではないかと、あるいは思ひますが、これは今後の変化によつてはあるいは先生の御質問のように、あるいは御期待のように、そういう現象が起こらないとも限りません。現状では、どうでしょうか、難しいのではないかとと思ひます。

○桑名義治君 大変にお忙しい中をきょうは御参加していただきまして、まことにありがとうございます。最初に、貝塚先生にお尋ねをしておきたいので

先ほどの陳述の中で、五十年以降の大量のいわゆる国債発行というものは、これは財政と金融の接点といういろいろな難しい問題があるけれども原則的には否定すべきではないというニュアンスのお答えがあったわけですが、その中で節度を失しないようにという御意見があったわけですが、その節度を失しないようにという御意見の中身はどういうふうにお考えになつていらっしゃるのか、その問題。

それから、財政再建に關しまして、国債の大量発行は経済に現在悪影響を及ぼしてない、しかし中長期的に見た場合にはいわゆる年金、社会保障の掛金等がこれは高くなるというふうな影響が出てくるのではないかと、こういうふうなお話でございまして、さらに、六十五年の赤字国債脱却というもののについては賛成だ、ただしこれは税を上げて脱却すべきであるというふうな御趣旨の御意見を陳述されたわけでございまして、その中で、所得税を減税して品物に税金を云々という意見の陳述があったわけでございまして、そこで、こういうふうな一連の御陳述の中身から考えますと、いわゆる公的負担が少し多くなるのではないかと、あるいは公的負担が少し多くなるのではないかと、この点については大体的な負担を何

%ぐらいが限度だというふうにお考えになつていらつしやるのか、その点をまず伺つておきたいと思ひます。

○参考人(貝塚啓明君) ただいまの御質問の第一は国債の借りかえについての節度というのはいさう具体的な内容かというお話でございしますが、それは、私先ほど申し上げましたように、やはり国債整理基金の制度を維持しておくという事はやはり一つの節度だと思ひます。例えばアメリカの場合にはこういう制度は現在なくなつてしまひまして、要するに国債の借りかえをする場合には普通の新規発行とみなすに取扱いをしまして、特にそれについて配慮をするという事がないわけでありまして、したがひまして、そういう意味では非常に簡明ではありますが、日本の場合には、例えば特別国債についてはどういふふうにするかとか、あるいは国債整理基金の制度を維持して、できれば繰り入れがちゃんとできるような状況に持つていきたいという、そういう制度の枠組みを残した方がいいということを申し上げたわけですから。

それが節度ということでありまして、これはやや抽象的ではありますが、私は、割り切つて言へば、非常に象徴的なものだといふふうに理解しておりますが、要するに、そういう制度を残しておいた方がやはり今後とも長期的にはいいのではないかとこのことでございまして、多少あいまいさが残つておりますけれども、そういうふうに理解しております。

それから、財政再建の今後の問題ということでございしますが、私が申し上げましたことは、大幅な増税ということについては私はむしろ反対でございしますが、多少税負担を上げていく方が、財政再建のプロセスではその方が後の問題にスムーズにつながるのではないかとこのことを申し上げたわけでございます。大幅な増税というのは私は財政規律上必ずしもよくないといふふうに思ひます。例えば三兆円とか四兆円の増税がもし可能であったときには、次の年度の予算編成といふのは

かなり緩むということになります。ですから、そのところは非常に微妙なところでありまして、多少のネットの増税は必要ではないかといふふうにかへておるといふことでございまして。

それから、税負担の問題というのには限界がどの程度であるのかといふふうにおつしやいました。が、私自身細かい計算は今何とも申し上げられませんが、既に昭和五十年代以降税の負担といふのはだんだん上がつてきております。ですから、税の負担率はある種の限界というのがあるといふふうには思ひますが、これはやはりどうしてそのときの社会保障とかそういう再分配の方の観点とあわせて最終的には、これは非常に難しい問題なんです。が、今例えば四十代前後の一番団塊の世代の皆さんが定年になるころにどうなるかといふことであります。要するに、若い世代の人と高齢者の間の負担の問題。ですから、結局両方ある程度我慢するというのが日本の解決でありまして、例えば社会保険の料率はある程度上げざるを得ないが、恐らく年金の給付は今の厚生年金よりももう少しやはりシビアにせざるを得ないんじゃないか。

そういうところで、結果的には負担率はかなり上がると思ひますが、現在の日本の状況を考へて将来を考へますと、やはりそこはやむを得ない。要するに、人口構成が非常に急激に変わったときにどういふふうに対処するかといふのは、それ以外にやり方としてはないのであつて、その場合、当たり前のことであります。民間の経済活力をできる限り維持して、民間経済活動が経済成長をある程度維持できるような体制にしておき、成長がある程度できれば後の負担といふのは相対的には軽くなるのです。そのところを維持しておくのが肝要ではないかといふふうに思ひます。

多少まとまりの悪い話でどうも恐縮でございしますが、そのように考へております。

○桑名義治君 渡邊会長さんにお願ひをしたいと思います。先ほどから短期国債の問題の御意見を伺つたわ

けでございしますが、そこで短期国債の商品設計やあるいはまた発行条件について、どういふふうにお考へになつていらつしやるのか。

また、政府短期証券には有価証券取引税が課せられていないわけですが、短期国債に有価証券取引税が課税された場合、この場合は市場で円滑ないわゆる消化が可能であるかどうか。

この二点について伺つておきたいと思ひます。

○参考人(渡邊省吾君) ただいまの御質問、短期国債のいわば発行条件といつたようなお話が一つと、有価証券取引税のお話だと思ひます。

条件につきましては、これからの検討課題でございまして、ここで具体的に申し上げることは難しいと思ひますけれども、しかし、先ほど申し上げましたように当然市中消化ということだと思ひますので、今の中期国債なんかと同じように、市場の実勢によつて条件を決めてもらいたいといふふうに思ひます。

特に短期国債については、これも申し上げましたように、現在の短期金融市場ではかの商品、つまり現先とかあるいはCDとか政府の短期証券とか、あるいは今月から商品になつて出ましたBAです。銀行引受手形、こういうふうなものとなつて、その間に金利裁定が盛んに活発に行われるといったような短期金融市場の中の一つとして短期国債が発行されますと、大変そういった機能が期待されるというふうに思ひます。したがひまして、条件としては市場の実勢を尊重していただきたいと思ひます。

それから、有価証券取引税でございしますけれども、これが課税されるということになりますと、これはごく短期の有価証券でございします。その消化は非常に阻害される。有価証券取引税が課税されれば阻害されるというところでございします。これは、現在の国債の現先とそれからCDの関係から明らかに思ひます。

冒頭陳述でも申し上げましたように、国債現先につきましては、現在有価証券取引税が課税され

ておりますので、その現先のボリュームは、ピークのときには五十六年三月に五兆七千億でございしたものが、今は、この三月末で三兆九千億といふふうに激減しているわけでございます。一方、これに對しまして、有価証券取引税が課税されておられません同じような機能を果たしますCDにつきましては、これはその後スタートしたものでございしますが、現在八兆円でございます。逆転しておるわけでございます。

したがひまして、有価証券取引税につきましては、ぜひとも、課税されないといふことで設計されなければ流通が円滑にいかないだらう、消化が円滑にいかないであらうといふふうに思ひます。御指摘のように政府短期証券、TBにつきましては、現在有価証券取引税などが課税されておられませんので、そういったこととの権衡も必要ではないかといふふうに考へております。

○桑名義治君 次、羽倉会長さんにお願ひをしたいと思います。

国債の大量発行が続く中で、今後とも金融機関の引受負担といふものはますます増大していくのではなからうか、こういうふうにお考へるわけでございますが、このことが民間への資金供給に支障を来すことがないのかどうか。また、この事柄がインフレを助長することにつながるおそれはないかどうか。この二点についてこの問題はお聞きをしておきたいと思ひます。

それからさらに、国債の大量発行、あるいはまた大量借りかえが行われる中で、引き続きその円滑な消化を図つていくためには、具体的にどのような点に配慮すべきであるといふふうにお考へになつておられるのか。

まずこの三点について伺つておきたいと思ひます。

○参考人(羽倉信也君) ただいまの御質問に對してお答えさせていただきます。

まず、大量に国債が発行されるということにつきまして、現在、先ほど申し上げましたが、シ

二番目に申し上げたいことは、今度の答申の中でもう一つの大きな柱になっております信用秩序の維持という観点から見ました環境整備でござい

ますが、自由化に伴うところの環境整備というのは、そういった今回の答申に指摘されておる点だけではないというふうにぜひとも御理解をいただきたいわけでございまして、環境整備のために、先ほど来問題になっておりますところの国債の問題であるとか、あるいは郵便貯金の問題、あるいは他業態との競争条件の均衡をどうするかというような、まだまだ金融自由化を進めていくために行わなければならない環境整備があるわけでございまして、そういった課題が非常に多いということをぜひ御認識いただきたいと思えます。そして私どもとしましてはそういった点についての整備をぜひともお願いしたいということを申し上げます。

それから、最近海外からも非常にいいですか、批判が出ております我が国の高い貯蓄率でございしますが、私どもの考えをいたしましては、これまで我が国の経済発展、特に高度成長というものを支えてまいりましたのは何と申しまして日

本の高い貯蓄性向といいますが、貯蓄率でござい
ます。今後経済発展に果たす貯蓄の意義というの
はこれからもいさかも変わるものではないとい
うふうに私は考える次第でございます。したが
いまして私どもとしましては、そういったいわゆる
高貯蓄率に対する批判というものはむしろ的を射
ていないというふうに思われるわけでございま
して、もっとこの貯蓄率の高いということにつ
いての積極的な意義が評価されてもいいのでは
ないかと思つてございます。

例えば、御承知のようにいわゆる累積債務国
というのがございまして、特に中南米、アルゼン

ン、ブラジル、メキシコ等におきましては、そういった国の累積債務問題が国際金融上の大きな問題だけでなく、世界経済上大きな問題となっておりますことは御高承のとおりでございますが、そういった国になぜそういった事態が起きたかといま

すと、実はこれは貯蓄が非常に少ないということに基づくものでございます。そういう点からいたしまして、高貯蓄というのはいさゝか重要なことであるかと思ひます。

なお、欧米からの批判の趣旨には、貯蓄過剰といふことよりはむしろ投資不足の方に重点が置かれていて批判もございませう。そういう点からいいますと、貯蓄をされた金が、民間の設備投資であるとかあるいは個人の住宅投資であるとか、あるいは我が国で非常におくれておると言われております社会資本の整備等にスムーズに向けられていくような環境整備をすることがむしろ必要ではないかといふふうに思ひますが、そういう環境整備につきましても、これは民間の資金でございませうから、民間活力の導入によってこれを進めるといふことが必要であらうかと思ひます。

これにつきましては、例えば、この四月から電信電話公社が日本電信電話株式会社というふうに民営化され、それに伴ひまして通信の自由化が行われたわけでございませうが、それに伴ひまして競争会社が新しく出てまいっておりますし、皆様方も御高承と思ひますが、例えば新しい電話機の売れ行きが非常にふえておるといふような例もあるわけでございませう、そういうことによりまして需要喚起がされればこれはまた新しい投資機会の創出につながるわけでございませう。そういう方向に貯蓄を使うといふことについて、もっと環境整備がなされていいのではないかとこのように思ひわけでございませう。

○桑名義治君 貝塚先生にもう一度お尋ねをしておきたいと思ひますが、先ほどの財政再建の、税の問題でございませうが、所得税を減税して品物に税をかけるべきではないかという御意見でございませうが、これは率直に申し上げまして、いわゆる直間比率の是正をすべきだといふ、こういうふうに解釈してよろしうございませうか。

○参考人(貝塚啓明君) 結果的にはそうなると思ひますが、私の申し上げたい点は、現在の所得税

というのはだんだん限界にきているのであって、そうすると、今後の財政需要を賄うためには、今のままで所得税を中心に税収を上げていくというのには限界にきているのであって、その部分はやはり現在のところ恐らく間接税がある部分肩がわりできるのじゃないかといふことでございませう。結果として直間比率は変わります。

○近藤忠孝君 羽倉参考人にお伺ひします。今年度のシロ引き受けが合計七兆六千億、予想発行額の三六・八%です。しかし、この額は、毎年十兆近く、しかも総発行額の七・八%を引き受けてきた昭和五十三、四年のころと比べると、額及び比率から見ても少なくなっていると思ひます。先ほど御要望として、資金運用部資金による国債引き受けの一層の拡大というお話がありましたが、ただ、金融緩和と基調にある今日、金融機関としては以前と比べて余力ができていないのではないかと、このように思ひます。そこで、この保有を増す必要も出てきているのではないかと思ひますが、その点はどうか。

○参考人(羽倉信也君) ただいま御指摘がございましたように、六十年度のシロの引受額というのは、五十三年度あるいは五十四年度と比較いたしますと金額的に約二兆円減少しておりますし、その割合も減っております。したがって、今日金融機関には引受余力があるのではないかと御疑問も当然かと思ひます。ただ、当時のシロの引受額というのは、先ほど申し上げましたように、当時の資金の増加額、銀行でございませうと預金の増加額を上回る大量の国債引き受けを行ったわけでございまして、それによりまして単に資金的だけでなく経営上も大変大きな負担を強いられたわけでございませう。したがって、そういう時期と比べて比率が少なくなつたから引受余力があるといふことは、私どもとしてはこれは言えないのではないかとこのように思ひます。

○参考人(貝塚啓明君) 結果的にはそうなると思ひますが、私の申し上げたい点は、現在の所得税

も応じなければならぬわけでございまして、引き受けました国債を、当時は一定期間の売却制限が現在以上に厳しかったわけでございませうが、そういう過程で大量の国債売却を行ひましたために、年間にいたしまして、年によりましては、私どもの銀行一行でも数百億円というような売却損を計上せざるを得ないような状況であつたわけでございませう。現在でも、そういう点では、民間資金の需要がもう少しでもふえてまいるといふことになればそういう余裕がなかなか出てこないおそれがあるわけでございまして、そういう観点から資金運用部引き受けの増加を私どもはお願いしておるわけでございませう。

個別行の状況として、若干そういう国債による運用といふことがこういう金融緩和期には考えられるところもあるかと思ひますが、それはあくまでもその個別行の経営の問題でございまして、その点については一概にそういうことが言えないのではないかとこのように思ひます。

○近藤忠孝君 次に、金融自由化との関係で、これは金融制度調査会答申でも、一層の環境整備を図らうといふことなっております。その関係で私はこの委員会でも昨年の暮れに指摘したんですが、金融自由化といふことで金融機関同士の大変な過当競争が起きてまいりまして、一部には大変行き過ぎがあらまひまして、そのこともあって、大蔵省は銀行課長名で各金融機関に対して昭和四十年の自衛通達を確認する通達を出されたわけでございませう。全銀協としては、この通達にどういう対応をされておられますか。

○参考人(羽倉信也君) 全銀協といたしましては、行き過ぎたいわゆる資金獲得、預金獲得行為とそれからお客に對します過剰サービスの自衛といふことにつきまして、五十九年の十一月に大蔵省から、四十年通達の趣旨を十分徹底するよう指導されたわけでございませうが、基本的には、そういう行き過ぎた預金獲得競争というのは、預金増強に對する地道な努力を阻害するといひます。

か、またひいては金融機関に対する信頼性あるいは公共的な使命というもののについての信用を失うおそれがあるといふふうに私どもは考へておるわけでございまして、したがって、私どもは、行き過ぎた預金獲得行為等の自衛に對する通達を重ねて傘下金融機関に発して、その徹底を図るべく今努力をいたしておるところでございませう。

○近藤忠孝君 これは私たちの耳に入ってくるところでは、そんな通達なんかに沿つておつたらもう今の競争のときに生きていけないといふような声も聞えてくるんですね。

これはセーラー服と詰襟の、週刊誌の写真ですが、支店長クラスとか、随分おぼちゃんもこんなセーラー服を着ているなんて、こんなのが出ておるんですね。まるでキャバレーだなんて、そんなこともあります。せつかく上の方でやっています。現場になかなか行き渡っていないのじゃないか。そんな現状などもあると思ひますが、その辺については御感想はいかがですか。

○参考人(羽倉信也君) 私どもとしては、できるだけ趣旨の徹底を強く呼びかけております。それなりに努力をいたしておりますが、なお不十分な点があるといふことは今御指摘の点でも事実かと思ひますので、今後さらに努力をしてまいりたい、かように存じております。

りそういった地域との密着、地域の繁栄なくしては自分の支店の業績は上がらないというふうな発想が支店経営の基本になるかと思ひます。そういう点からいいますと、同業者でございまして、大変同情的な考えであらうということにもなるかと思ひますが、やはりそういう制服を行員に着せることによって、それがその地域経済のPRにもなるのではないかと、余り過当競争というふうな意識ではなくて、むしろ自分たちの地域の経済発展を願ふ心のあらわれではないかというふうな、私自身の体験からは考えるわけでございします。

○近藤忠孝君 時間がないのでほかの参考人はちょっとできませんので、あと一つ羽倉参考人をお願いしたいのですが、労働者派遣法が成立しまして、特に銀行では自行系列の人賃し専門企業が随分あるようですね。例えば会長さんのところで言いますと第一勧銀オフィスサービスとか、随分あります。それで、これは、今後とも、こういうところから大量に人材を受け入れる方向、これは検討されているところなんですか。

○参考人(羽倉信也君) いわゆる人材派遣と申しますのは、これは大変最近社会的なニーズが高まってきたわけであらうでございまして、そのためにいろいろ人材派遣業というのができておるわけであらうでございまして、私どもの銀行の系列関係会社もそういう趣旨のもとに、というよりはそういう社会的なニーズにマッチさせるために設立したたわけであらうでございまして、人材派遣業の適正な運営と、そしていわゆる派遣される労働者の保護と雇用の安定を図ることが必要であらうでございまして、そのために人材派遣法というものが私はできたというふうに思っておりますのでございします。

この人材派遣法の成立によりまして、我が国でも従来の雇用環境あるいは労働市場への影響も出てくるかと思ひますが、現段階でどういうふうな影響が出てくるかということにつきましては、対

象業務等が未定でございしますので、まだこれは何とも申し上げられないわけにございしますが、これから具体的な指針を定めたガイドライン等が出てくるかと思ひますが、それによって決まってくるかと思ひます。それから、私も銀行といたしましては、そういった社会的ニーズにこたえるために先般設立したものでございしますが、今後ガイドラインが当然示されるということになるかと思ひますので、そういったものを見ながら今後どういふふうに対応していくかということを目下検討する予定でございします。

○近藤忠孝君 終わります。

○木本平八郎君 私、時間が少ないものですから、貝塚参考人にだけお尋ねしたいわけですが、三点ございまして、一つは、この委員会でも質問したのですが、多額の公債をうまく償還した世界の財政史上の例を教えてください。二番目は、一般的に考えられる国債償還の方法と、過去に最も多くとられた手段というの、それから、方法はどういうものであったかということ。それから三番目は、財政学的に見て、国債を確実に償還できるという限度はGNPまたは歳出の何割ぐらいまでなのだろうか、あんまり多くなると償還できないというふうなことがございします。

この三点を、適当にまとめて十分の時間の範囲内で教えていただきたいということにございします。

○参考人(貝塚啓明君) 大変財政学の細かい点につきましても御質問でありまして、最初の御質問は、国債の償還をうまくやった財政史上の例というところでございします。

私は財政史をそれほど勉強しておりませんが、幾つかの例があるように思ひます。一番古い例はアメリカの南北戦争でありまして、南北戦争はすぐ戦費がかかりまして大変な国債を発行したわけでありまして、連邦債を。その後、それを発展した時期は南北戦争の後の二、三十年間というのですね。ほとんど国債依存度を減らしまして

非常にうまくいった例であります。

それから、ほかの例で申しますと、戦後のイギリスとアメリカも私は比較的成功的にのじやないかと思ひます。アメリカもイギリスも、戦後の国債償還のGNPに占める比重は、たしかイギリスで二〇〇%、アメリカは一〇〇%を超えておりました。ですから大変な国債の残高でありまして、一九四〇年代の後半から五〇年代、六〇年代というのはアメリカ経済は大体黄金時代でありまして、インフレーションは余りなかったわけであり

ます。ですからうまくいったのじやないかと思ひます。イギリスも、イギリス経済自身の基本的な問題がありますので、イギリス経済は決してよくはなかったわけですが、しかし、GNP比で二〇〇%ぐらいの国債残高を償還して今五〇%ぐらいまで来ましたが、ですからイギリスの場合も国債管理としては割合うまくいったと思ひます。ドイツ、日本はまず例でございまして、全部インフレでやってしまったということにございします。

それから、一般的に考えられる国債償還の方法と過去で一番行われた例ということにございします。国債の償還制度は私それほど詳しくありませんが、恐らくイギリスで言えば、十九世紀とかそういう時期は日本の国債整理基金のようなものがありまして、あらかじめ積み立てておいて償還しようというやり方をとったと思ひますが、その制度は二十世紀に入ってからとんと経営が悪化して事実上なくなつてしまったというふうに思ひます。

現在結局先進諸国では、アメリカ、イギリスで申しますと、どうしても結果的には短期債で全部借りかえておるようですね。というのは、やはり短期債の市場が非常に大きいもので、借りかえるときは一番出しやすいといひます。その点は恐らく先ほどの御質問とちょっと関係いたしますが、財政デシプリンと関係がありまして、全部短期でやつてしまふということとは絶えず短期でやるといふことになりまして、果たしてどうかという問題があると思ひますが、現実に使われておりますのは、結局は、国債整理基金のように積

み立てるのじやなくて、とにかくしりが赤字になつた部分は借りかえもそれから新規債も全部ごちゃまぜで、短期債あるいは短期証券で借りかえていくという方法をとつております。

それから、償還の限度はGNPで見てどの程度かというお話ですが、私は償還の大きさというものは余りそう心配しなくてもいいので、むしろ新規債の比重が高くなつていくという方が問題ではないかと思ひます。

それはどういふことかといひますと、最初に意見を申し述べた中で申しましたが、償還で借りかえるというところは、現在国債を持っておられる方が既にいらっしゃるわけですね、ですからちゃんとそこに、ある意味でお金、資金がございしますので、その方々に今度新しい国債を買いかえてもらえばそれは元来は割合とスムーズにいくわけですね。要するに、何といひますか、今うんと例えれば資産を持っておられる方がそれを全部家を買つたり消費財を買つたりというふうなことは考えられませんが、普通は貯蓄された資産というのはそのまま資産として持たれるはずですから、そのところは余り心配しなくてもいいのではないかと。

現実には、イギリスやアメリカで一〇〇%以上の例が戦後ございまして、そこで国が破産したというわけでも決してありませんので、そういう点では、余りはつきりした基準はないと思ひますが、逆にむしろ新発債の比重がふえていく方が問題です。国債依存度を徐々に下げていけばやがてGNP分の国債の残高もふえ方がとまり、徐々に下がっていくということになりますので、むしろ新規債の方が重要で、毎年毎年の予算編成で国債依存度を下げていく方が重要であらうと思ひます。結果において、後のしりぬぐいというものは、先ほど言ひましたように金融的な話ですのでそれは心配はないので、最初出すところの方が重要ではないかというふうに思っております。

大体以上でございします。

○木本平八郎君 終わります。

○野末陳平君 まず、貝塚参考人にお伺ひします

が、二つありまして、最初はインフレのことなんです。大量国債の発行がインフレを招くということ。専門家でもかなりの人が一時言っていたのですが、幸いなことに、先生のおっしゃるとおりそんな悪い影響は今のところありませんね。ただし、今後の問題ですが、今後この大量国債、特に新発債は引き続き発行されていくことがインフレ懸念につながるわけですね。どの程度の懸念があるかと先生はお考えなのか、それが一つ。

それから二番目は、先生のお話では、税の自身を組み合わせて、いわばE.C.型の付加価値税とおっしゃっていましたが、それと同時に、利子課税については先生はどういうお考えなのか、その二点をまずお聞きしたい。

○参考人(貝塚啓明君) 最初の御質問でございますが、インフレの懸念というのは、これは将来の話で非常に難しい御質問ですが、条件が私はあるように思うんです。国債の発行で先ほど来金融界あるいは証券界の方がおっしゃってられるわけですが、市場実勢に応じて国債を発行していくということが重要でありまして、それが守られておりますと、結局インフレの問題は、日本銀行が貨幣供給量を効果的にコントロールできるかどうかというところにかかっておりますので、仮にインフレが生じそうになったときに日本銀行が引き締め政策をちゃんとすればよろしいと思うんです。とれる保証がきつちりあれば最終的には、平たく言えば日銀総裁が金融引き締め政策をきつちりとられれば大丈夫だと思えます。

問題は、金融引き締め政策をとるとするのは金利が上がるということになりますので、例えば国債を持っておられる方の価格が下落するといいますが、非常にひどい場合には暴落するということもあり得るんですが、そこでもし国債の価格が下がってしまったら困るというので国債の価格の支持をやりますと実際は金利が上がり抜けないわけですね。そうしますとその金融政策はしり抜けになつてしましますので、やっぱり金利の自由化をちゃんと確保しておいて、日本銀行がちゃんと政治的に中立に引き締め政策をとるべきときはとるというところであれば大丈夫だと思えます。

日本は幸いにして石油危機の後のインフレーションで、このときは貨幣供給量がその前に、余り理由がよくわからないんですが、ごくふえまして、もちろん石油危機ということもあつたのですが、もう一つは貨幣供給量のコントロールがうまくいかなかったわけですね。ですから、経済界の方もあるいは政策に携わっておる方も、あれはある意味では失敗であつたという経験がございます。

インフレを抑えるということに関して言えば、もちろん世の中はコンセンサスが現在非常に強いわけですし、政策をやっておる方も物価安定は非常に重要だということでありまして、以前よりは私はインフレに関して言えばそういう面では心配がないと思えます。大体そういうふうにして上げておいていいかと思えます。

それから、税金の問題で、利子課税の問題をどう考えるかというお話であります。これはいろいろな御意見があると思えますが、私は、非常に端的に申しますと、所得税の中で一番税金がうまく公平にかけられない部分はどういう部分かと言いますと、資産性の所得の部分の部分が非常にうまくかけられない。というのは、いろいろな種類の資産がございます。例えば、話を広げますと、私の年金というのがあります。年金のようなものもこれはやっぱ個人にとつては資産でありまして、毎期毎期元金は収益を生んでいるわけですが、それを会社の方に全部運用を任せているわけですね。しかし、自分に帰属すべき財産としては私的年金はちゃんとあるはずで、所得税の原則を非常に厳密に解釈しますと、毎年毎年の年金から得られる収益があるんですが、それも税金をかけるべきだということですが私は元金の所得税の趣旨だと思えます。

他方、定期預金みたいなものがございまして、定期預金というのは一番わかりやすいわけで、元金は全然変わりませんで毎年金利が六%というふうに入っていきます。そうすると、その六%というのは確実にわかるわけですから、利子所得として、これは所得でありますというので税金がかかるかかります。その中間にはいろいろなものがございまして、有価証券の場合にはキャピタルゲイン、これも所得税の原則からいけばかけるべきなんです。が、これは非常にかけにくい税金であります。ですから、結局資産性の所得というものは、普通、財政学の言葉で言えば、水平的公平を満たしてきつちりかけるといことが非常に制度的に難しい分野だというのが私の理解です。

したがって、税率というのを仮に累進税率の非常に高い税率を考えておいて、高い税率でかけようと思つてもこれは非常に難しい。したがって、かけるとすればやはりかなり低い税率で広くかける方が望ましい。ですから、利子所得は低率で分離課税というのが一番現実的な方法ではないかと思えます。

もちろん、ここには銀行協会の会長がおられますから、いろいろそういうことをやりますと今までの税のかけ方と違つてきますので金融機関相互のいろいろな問題が、郵貯の問題も当然ございまして、ただ現在のところなぜそうすべきかというのには、やはり相当高額の資産を持つておられる方が、今利子に全然税金がかからないという優遇措置があることの結果、利子所得に関してはほとんど税負担なしに資産を運用されているという実情があつて、その部分はやはり公平に反する。したがって、軽い程度に広くかけるのが私はいいのじゃないかということでございます。大体そういうことでございまして。

○野末陳平君 ありがとうございます。そうしますと、羽倉参考人と渡邊参考人に今の関連で、もう時間がありますから簡単に答え願いたいんですが、来年からマル優問題は本人確認と手間がかかるようになりますけれども、引き続き大蔵省も、このままでなく廃止を含めた課税を検討するのだからと思うんです。そこで、それについて課税の方向、もちろんやむを得ないという事態になればともかくとして、マル優は今後どういうふうにあつてはいいか、そういう率直なところをお二人にお聞きして終わりにします。

○参考人(羽倉信也君) ただいま貝塚先生からも御指摘がございましたけれども、資産性所得につきましては、いわゆる課税の不公平といえます。か、そういうものが存在していることは今御説明があつたとおりでございます。私も少ししましてはそういう観点に立ちまして、いわゆる金持ちといえますか、資産をたくさん持っている人が利子課税において優遇措置を悪用することを防止することが大事ではないかということで、いわゆる限度管理の適正化ということをやつて、いわゆるかけでございます。そして、いわゆるマル優制度の存続ということは、郵便貯金との関係におきましても、さらに先ほど申し上げました日本の高貯蓄率というものがいわゆるマル優制度あるいは郵貯の存在によって支えられているということから、特に私も少ししましては存続をお願いしたいわけでございます。したがって、今後私も少ししましては、本人確認とかそういうことにつきましては従来以上に手間がかかるわけでございますが、できるだけ制度を厳正に運用することによりましてこの制度のよい点をできるだけ生かしていきたい、かように考えておるわけでございます。

○参考人(渡邊省吾君) 私も大体似たような意見を申し上げることにしたいと思います。日本の経済が非常に大きくなつて、自由世界第二位とか何とか言つておりますが、しかし欧米の主要国に比べればどうしても、フローは別としてストックが非常に足りない。社会資本が相対的に不十分であるということが言われております。そういうこととともう一つは、先ほどお話がありましたように、非常に高齢化が進んでおるといふ点を考えますと、この問題がこれから将来非常に大きな日本の経済にとっての解決しなきゃならぬ問題だと思ひますが、財政負担でそれに対応していくということはなかなか限界があると思ひますので、やはり国民の自助努力ということになれば、こういったものに対応するためにもどうして

んけれども、しかし増資による増配というようなメカニズムを通じて、株主に対して支払われる配当金というものは長期にわたって成長を続けます。非常に極端な成長企業の場合に、例えば配当金の成長が利子率を上回るというふうな超成長企業がもたらしたとしますと、その証券価格は無限大になるということがあります。実際にはもちろん無限大の株式価格というものは市場に存在しないわけであり、それにはそれです。また理論的な説明が必要なのではありませんが、例えば国際電信電話株式会社でございますが、いわゆるKDDの株価などを見ておきますと、まあ無限大ではありませんが、それにかなり近い現象がそこに生じているということを私たちは観察することができるといえます。

二の方の、割引に用いられる率が低いほどということをおっしゃったのですが、それに関して言いますならば、予想されるそのキャッシュフローが安全確実であるほど、あるいは逆に言えばリスク、危険性がございますね、不確実さ、これが小さければ小さいほどその評価のために用いられる利子率は低くなる、したがって証券価格は高くなる。これは当然と言えども当然とお考えになるかと思うのですが、実はそれは当然でもないのである。つまり、市場に参加する人が危険を嫌うという性質を圧倒的に多くの人が持っているというものが前提になっておられるわけでございますが、そういうことでございまして、例えば国債の満期利回りの方が一般の民間社債のそれよりも低いことが多いというのがまさにその理由であります。株式でありますけれども、例えば収益構造の極めて安定した産業や企業の株式は相対的に低い要求利回りとなります。その分だけ株価は高く形成されるというところに相なります。

以上申し上げたことをまとめて申し上げますと、結局、確実に大きな収益が支払われていく証券が最も高く評価される、これまた全く当たり前ではないかというふうにお考えになると思うのですが、確実性ということ、逆に言えば不確実性が

小さいということ、それから支払われる収益が多いということ、そういう証券ほど高く評価されるということになります。ということは、つまり経済社会にありまして需要の最も多い商品を生産し、その結果多くの利潤を生み出している企業ほど証券価格が高く評価され、低い要求利回りが要求され、その結果、より多くの低利の資金がその企業に資本市場を通じて流入するということとなります。すなわち、持てる者といえますが、よりすぐれた者はより多くの資金を配分される、その逆の場合は逆になるということになります。このことを私どもは市場の規律、マーケットディンプリンというふうにお呼びしております。

次項で述べますプライベートゼーションというのは、いわばガバメントディンプリン、政府の規律のもとに置かれていた機関を、マーケットディンプリン、市場の規律のもとに置き直すという行為を意味するといふふうに解することができようかと思ひます。

そこで最後に、今申しましたプライベートゼーションに伴う株式公開の問題について意見を申し上げます。

先ほど申し上げましたように、プライベートゼーションというのは、従来公的な所有を受けていた機関が民間に転換すること、例えば、ブリティッシュテレコムといったような国有特殊法人が株式会社という組織形態に転換するというような場合がこの例であります。この場合には今まで存在しなかった株式や社債が新たに証券市場に登場してまいります。

ここでは、さしあたり株式の公開だけを考えることにいたします。その場合でも、実は公開株を、一だに売却していくか、それから二番目にどのような方法ないし手続で売却していくか、三番目に幾らでその公開株式を売却していくかという、いわば三つの問題があるように私には思われます。しかし、時間の関係で私は、ここではその三番目の、幾らでという問題だけについて当面お話ししたいというふうに思ひます。

プライベートゼーションに伴います公開株の評価を、先ほど申し上げました証券一般の評価の枠組みに照らして考察してみますと、そこには幾つかの特殊性があることがわかります。第一番目、何と申しましても、そのプライベートゼーションが問題になるような機関というものは、通常非常に大規模であるということ、つまり何と申しましても規模が大きいということ。大体においてその種の機関は、経済学で申します自然独占という状態が成立していることが多いわけです。自然独占というものは、どうしてもその業種といえますが、その業務自体の性質が大規模であることを必要とし、そしてたくさん同種の機関の存在が難しいというふうな条件が備わっている場合を言います。プライベートゼーションテレコムなんかもそうであります。

が、小規模の電話会社がたくさん併存するということとは、経済効率からいって非常に無理があるという性質がございまして、ということ、そのような企業体にありましては、競争企業があらわれるとしてもそれは比較的少数であり、競争企業もまたある程度大規模になる。つまり、大規模少数競争しか考えられないというふうな特徴があらうかと思ひます。

このような大規模性ということとを株価という点で振り返ってみますと、いわゆる株式市場用語で言います大型株という範疇に属するものだということを意味するわけでございます。大型株といふものは、例えば既存の有名な会社で言えば新日本製鉄でありますとか日立製作所でありますとかいうような株式であります。大型株であるということとは、それだけ資金吸収量が大きく、したがって動きがどうしても鈍くなる。鈍くなるというのは何か言葉が大変悪うございすけれども、要するに軽々しくは動かないという特性を持つわけでございます。その種の大型株の一つとして登場してくるということが事前に察知できます。その結果株価も極端に高くなるということは、非常に難しい。資金量の制約の面からいって極端な急騰は難しいということが、漠然とありますけれども

ともわかります。ただし、先ほど申し上げましたような独占的な産業組織でありますから、そのことが利潤の安定性を保証するというふうな形にも働きようであります。それは先ほど申しましたキャッシュフローの安全性、確実性につながり、低利回りしか要求されない。したがって、高株価という面もあわせ持つことになるかと思ひます。

つまり、大型株であるということ、そのゆえに急騰は難しいけれども、またある程度以上の高い株価を期待するというか保証されるという面があるということ。

それから第二の特徴であります。その種の企業の生産活動は公共性が極めて強いというのが一般であります。ということは、つまり国民生活に対する直接的影響が大きいということでございます。このことは、ちょっと言葉が適当かどうかわかりませんが、お許しくださいたいのであります。が、いわゆるもうけ過ぎ批判というふうなことを招きがちの性格を持つておられるということが言えます。何らかの企業努力によって非常に高い利益が上った場合にも、世間からはしばしば批判的な目で見られがちである。したがってまた、規制をも招きやすいということがあります。ということ

は、つまり利益におのずから上限がけはしないか。つまり、上限を抑えられる傾向を持ちはしないか。その分だけ株価は高くなりくいのではないか。その分だけ株価は高くなりくいのではないかという点が予想されます。

第三に、これは何とプライベートゼーションの場合だけに固有の問題ではないのでありますけれども、新規公開株式全部について言えることなものであります。未知の要素が極めて多いということが一つ言えると思ひます。知られていない要素、これが非常に多いということ。

れと並んで、場合によつてはそれ以上に、他人がどう評価するかということがまた重要でありますし、もっと極端なことを言いますと、他人がどう評価すると他人がどう評価しているかをどう予想するかというふうな、何重もの間接的な予想が価格形成の上で重要なファクターとして入ってくるというようなことが、株式市場では極めて普通のこととして存在しております。このことは証券の価格形成を極めて不確実なもの、不安定なものにしがちなのでありますが、新規公開の場合には特に未知の要素が大変多いということがあります関係で、そのような評価の人による分かれ方、分散、これがどうしても出てまいります。このことは、公開価格の決定や新規上場の場合に、十分に考慮に入れておくべきことであらうかというふうに思います。つまり、夢を買うというような投資行動も十分予想されるし、反対に、不安を覚えて非常に控えるという行動もまた十分合理性を持っているというところでございます。

以上申し上げましたことを総合いたしますと、私の考えといたしましては、プライベートシ
ョン企業の株式は、既に市場に存在している大規
模かつ中程度の成長見込みの企業、これは、では
どんなのを言うのかということについてはちよつ
とすぐにはお答えしかねますけれども、大規模企
業であつて中程度の成長見込みを持った企業の株
式に準じて評価するのが妥当なところであらうか

というふうに思います。つまりそれら並み、それらの株式に現在成立しているような評価の基準、それを当てはめるといのがまあまあ妥当な姿勢なのではなからうか、こんなふうに考えております。

以上で私の見解を一応報告させていただきました。

○委員長(藤井裕久君)　ありがとうございます。

次に、荒井参考人にお願いたします。
○参考人(荒井勇君) 日本証券経済研究所理事長の荒井でございます。

御連絡いただきましたテーマであります従業員持ち株制度につきまして、まずその定義から始めたいと思います。

従業員持ち株制度とは、一般的に次のような制度を言うものというふうに考えられております。すなわち、広義におきましては、会社の方針として当該会社の従業員に自社発行の株式を保有させる諸制度であります。歴史的にまたは国際的に見る場合には、この定義が妥当なものと考えられます。これに對しまして狭義におきましては、常設機関としての持ち株会を設置し、会社の従業員が資金を積み立てまして、自社株を継続的に購入する制度を言い、毎月の給与等からの天引き等を織り込んだ方式が現在我が国の多数の会社に広まっております。

我が国におけるこの制度の沿革について申し上げますと、大正七年、兼松商店におきまして、資本と経営と勤労の合一を期するため、兼松奨励会を創設したのが初めだと言われております。大正十一年には、秩父鉄道、福助足袋に設けられ、また昭和初年、郡是製糸の郡是同志会も、従業員と取引先を対象としてその実質は大正九年にはスタートしているというふうに、我が国の従業員持株制度の沿革が見られるわけであります。また、昭和の戦前期には、その他のいろいろの会社、がやっておりますが、まだ少数にとどまっております。

戦後、占領期の経済民主化の一環として証券民主化が叫ばれて、財閥解体、過度経済力の集中排除、財産税の物納等による株式の処分を進めるに当たりまして、地方縁故者等と並びまして、従業員への優先処分が進められたのであります。ところが、その際優先というものは、処分の順序、順位だけでありまして、価格上の特権というものは無いというような形で進められました。ところが、この証券民主化で株式の分散、大衆化ということが図られたのに対して、ドッジ不況であるとか、それを原因とします株価の下落等で、株式の大衆化は結果的にはや少しばんだ形になって

また、昭和三十七、八年ごろの株価低迷期に株価対策、増資対策としての自社株購入推進運動が起こりまして、これは従業員も対象にしたということです。大部分は継続性がなかったというわけであります。

次いで、昭和四十二年の七月からの資本取引の自由化に対処するための外資防衛策という観点から、従業員持ち株制度の奨励が外資審議会でも取り上げられたというような経緯がございます。

昭和四十三年から、大手証券会社の提唱で、月掛け投資方式による従業員持ち株会という恒常的なシステムが導入されたのであります。これが今日の従業員持ち株制度の主流となっておりますが、さらに親会社等の株式を買い付け対象とする、やや広い従業員持ち株会も現在普及しつつあります。

全国証券取引所協議会によります昭和五十八年度の上場会社の従業員持ち株制度実施状況調査によりますと、この制度実施をしております上場会社数は千五百五十六社で、全上場会社数千七百九十社の八六・九%となっております。

この制度を実施しております上場会社の従業員持ち株会の加入者総数は、これは子会社の従業員を含みましてですが、百八十二万人で、一人当たりの持ち株数は千七百四十九株となっております。なお、この上場会社の従業員だけに限りませんでした加入者数は百六十八万九千人で、総従業員数に対する比率は三九％というふうになっております。

この従業員持ち株会の所有株式数は三十二億株でございまして、それはこの制度実施会社の発行済み株式数二千二百六十五億株に対して一・四一％の比率となっております。

次に、非上場会社を含む広義の従業員持ち株制度の実施状況につきましては、私どもの日本証券経済研究所で四十年前後から引き続いて八回にわたって調査をしておりますが、その五十五年の集計によりますと、次のようになっております。

回答会社数千七百七十七社で、上場会社の実施率は八一・八%。非上場会社の実施率は二九・一%、回答九百五十五社中の二百七十六社というふうになっております。回答会社の従業員株主一人当たりの持ち株数は四千三百六十八株であります。これは持ち株会を通ずる持ち株だけに限らず、およそ従業員として持っているその平均数値でございます。そして、従業員持ち株制度実施会社におきます従業員株主数の総従業員数に対する比率は、私どもの調査では、上場会社で三九・八%、非上場会社で三八・二%であります。この数値は、全体を平均しますと三九・七%で、昭和五十一年の調査における三二・九%に比べるとかなり上昇しているということであります。

次に、従業員持ち株制度の一般的な仕組みは次のとおりであります。

従業員持ち株会が常設機関として設けられます。その性格は民法上の組合というものが多く、従業員の中から理事者が選挙によって選ばれます。資金拠出の方法として、積立金は通常給与、賞与の中から天引きされ、一口金額、例えば一千元とか、それと最高制限額、何口まで、二十口までとかいうような式のとが定められる例であります。それから、会社の補助としまして、積立金額に対する一定率の奨励金を支給し、さらに事務費の負担をしている例が多い、それが一般的であります。積立金に対する奨励金の率としましては三%ないし一〇%程度で、五%というのが一番多いということになっております。株式の買入れ方法は、毎月その積立金額が集められました後

で、一定時期に市場を通じて取得するのが通例であります。未公開会社株式の買い付けは、大株主からの分譲、第三者割当て増資などによっているのが通例であります。その他細目は省略いたします。

次に、実施目的と効果という点であります。

従業員持ち株制度の実施目的として、日本証券経済研究所のアンケート調査によりますと、第一に挙げられておりますのが従業員の財産形

成、これが三五・九%。それに利益の分配が目的だという二%を加えますと、約三八%が従業員の福祉を目的としているということになります。次に、第二番目に挙がっている項目は、経営参加意識の向上ということでありまして、これが二・三・六%。第三番目に安定株主の形成というのが一・六%、その他企業への関心の向上、愛社精神の向上、従業員の定着というふうなふうになっております。

従業員持ち株制度の効果ないしメリットとしましては、今申し上げましたような実施目的に見られますように、従業員の福祉の向上、経営参加意識などモラルの向上等を通じて会社の経営に資する点とともに、次のような利点を有していることから、個人株主の育成などを通じて株式市場の改善に寄与すると認められるのであります。

それは、一つは、従業員持ち株会を組織することにより、個人株主の少額の資金でもそれを集めることにより株式投資が可能になることとあります。二番目に、従業員持ち株会を通じて株式投資に親しむことによりまして、個人株主層のすそ野の拡大につながるという点とあります。三番目に、安定株主層の確保に資するという点とあります。もともと、一定数量に達すれば売却することも可能でありますので、個人の持ち株保有を強制するものではありません。その他、株式事務の簡素化に資するとか、未上場会社の場合の売却希望株式の受け皿機能を果たすとか、いろいろな副次的効果もあつきます。

以上において述べました個人株主の育成機能は、昭和二十五年度以来ほとんど連続的に個人株主の持ち株比率が減少してきておりまして、同年度の六一・三%から昭和五十八年度には、これは全国取引所の御調査でありますけれども、二六・八%に低下している。それは時価で評価いたしますと二四・二%にすぎないというふうな低下しております。株式市場の機能発揮の上で重大な問題が提起されているというふうに認識しておりますけれども、そういう場合の有効な対策の一つと

して注目されるのであります。

以上のような効果を持つ従業員持ち株制度につきましましては、その普及、改善を図ることが有益であると存じておりますし、欧米諸国では諸種の税制上の優遇措置が講ぜられておりますが、我が国でも同様に税制上の普及、促進措置が講ぜられることが望まれております。従来、証券界から出されていいる要望は、会社から従業員に支給される奨励金は従業員の所得に含めず、拠出金については一定額を限度として所得から控除できることとする等でありまして、一定の長期間保有を前提として一種の課税延期とするような措置が考えられるのではないかとこのようなこととでございます。

従業員持ち株制度について、概略一通り私どもの調査なり客観的な状況について御報告申し上げます。

○委員長(藤井裕久君) ありがとうございます。

次に、河本参考人にお願いたします。

○参考人(河本國雄君) 東京証券取引所の河本でございます。

本委員会の先生方には、平素何かと証券市場の諸問題につきまして御高配をいただいておりますことを、本席をおかりいたしまして厚く御礼申し上げます。

東京証券取引所は、去る五月十三日新市場を開場いたしました。開場の際に多くの先生方に御多忙にもかかわらず御来場を賜りますとともに、今月初めには、東京証券取引所を御見学いただき、証券市場の現状について御懇談の機会を賜りまして、深く感謝している次第でございます。

さて、本日は、流通市場、特に株式上場関係についてということとでございますので、内国株と外国株に分けて、それぞれ御説明申し上げます。なお、その説明に先立ちまして、先般は、債券先物取引に関する証券取引法の一部を改正する法律案についての御審議に当たりまして、本委員会

の先生方に多大な御配慮を賜り、まことにありがとうございます。

御高承のとおり、最近の公社債流通市場は、飛躍的な拡大を続けております。特に、東京証券取引所におきます国債の売買高は、昨年一年間で二十二兆六千億円と、この五年間で十四・一倍の規模になっております。

国債につきましては、昭和六十年度から償還及び借換債の発行が本格化することを勘案いたしますと、流通市場の一層の機能拡充が要請されてくるものと存じます。

東京証券取引所では、債券先物取引の導入につきましまして、法制面の手当が整い次第、具体的な準備を進め、ことしの秋にも債券先物取引市場を開設すべく鋭意努力してまいる所存でございます。

このような債券先物取引市場は、公社債市場の安定、拡大に資するとともに、国際的な市場としての機能を一層充実、強化できるものと期待いたしております。

東京証券取引所といたしましては、債券先物取引市場が開設された場合、健全な市場運営を図り、内外の投資家から信頼される市場形成に努めてまいり所存でございますが、先生方におかれましては、債券先物取引市場の健全な育成を図るため、引き続き御高配を賜りますようお願い申し上げます。

さて、内国株式市場の現状についてでございますが、昨年の東証市場第一部の株価指数について見ますと、内外景気の回復を受けまして、一月四日の七三五ポイントからは一貫して上昇基調をたどり、十二月末には九一三ポイントと高値を更新いたしました。本年に入りまして、好調な企業収益等を背景に、根強い循環物色が続き、六月十二日には一〇〇九ポイントと史上最高値を記録いたしております。

また、一日平均売買高は、昨年におきましては、おおむね三億五千万株前後の水準となっておりまして、本年に入りまして、四億株を超える水準で推移しており、売買代金も一日平均約三千億円となっております。

さらに、投資家別売買状況について見ますと、昨年におきましては、株数ベースで、個人投資家は四一・八%、金融法人、事業法人は一・二・六%、外人投資家は一四・一%をそれぞれ占めており、傾向としましては、個人投資家のウェイトは低下傾向にありますが、外人投資家のウェイトは著しく高まっております。また、売り買いの状況について見ますと、個人投資家はここ数年一貫して売り越しであるのに対して、銀行、生損保等は大幅な買い越しを続けております。外人投資家につきましては、これまで買い越し傾向にありましたが、昨年から売り越しに転じております。

先ほど申し上げましたように、最近の株価はかなり高い水準にあると思っておりますが、このような株価の動きにつきまして、この十年間の上昇率を国際的に比較してみますと、日本の場合二・六倍の水準になっておりますが、米国では二倍、英国では三・九倍、フランスでは二・七倍と、諸外国におきましてはそれぞれ高い伸びを示しており、日本だけが特段高くなったというのではなく、これは世界的な傾向であると言えるのではないかと存じます。

以上が、最近における内国株についての株式市場の概況でございます。東京証券取引所といたしましては、このような株式市場におきまして、一層市場の厚みを増し、より円滑な流通と公正な価格形成を図るべく、個人株主増大策の推進、上場制度の改善等、諸施策の推進、実施を図っております。

まず、個人株主増大策の推進でございますが、個人株主が減少いたしますと、株式流通市場の機能を低下させ、円滑な流通と公正な価格形成を妨げ、ひいては株式発行市場の機能も低下せるといふような弊害が生じてくるものと思われましますので、個人株主の増加が強く望まれるところであり

ますが、全国上場会社の個人持ち株比率はこのところ一貫して低下傾向を続けており、昭和五十八年度には二六・八％となっております。

東京証券取引所としては、個人株主の増大、育成を図るため、上場会社に対ししては、株式の投資魅力の増大策として、配当性向を重視した配当政策の慣行の確立並びに一般投資家が投資しやすいような株式分割及び無償交付の促進をお願いいたしております。

この株式分割の促進につきましては、額面株式のまま容易に分割が可能となるような制度改正を関係方面にお願いいたしておる次第でございます。

また、二重課税の排除を初め証券税制の改正につきましても、関係方面に要望いたしている次第でございます。

さらに、個人株主増大、育成のため、正しい証券知識の普及にも努めておるところであります。証券取引所を見学してもらうことも大切でございます。幸い新市場館の開場を機に、見学者が大幅に増加しておりますことは、喜ばしいことと思っております。

次に、上場制度の改善について申し上げます。現在、証券市場におきましては、株式供給量の不足ということが指摘されております。

ちなみに、昭和四十八年からの十年間におきまして、個人金融資産は四倍、GNPは二・四倍の伸びを示しておりますが、上場株式数については、一・七倍の伸びにとどまっております。

株式上場についての東京証券取引所の取り扱い、発行会社から上場の申請がありまると、公益及び投資者保護の見地から総合的に審査を行い、その結果、上場有価証券として資格であると認められたものについては、大蔵大臣の承認を得て上場することといたしております。このような上場に必要要件を定めておりますのが上場基準でございます。

東京証券取引所は、株式供給量の不足を解消するとともに、成長力に富んだ中堅、中小企業に上

場の道を拡大し、株式市場の活性化や投資対象の多様化を図る観点から、昭和五十八年に上場基準の引き下げを行っております。

具体的には、上場株式数を一千万株から六百万株に引き下げるとともに、株式分布状況、株主資本の額及び利益配当についても、それぞれ基準の緩和を図りました。

この結果、新規上場会社につきましては、昨年は十三社にとどまっておりますが、ことしは五月まで九社、本年じゅうには四十社前後の上場が見込まれております。

なお、日本電信電話株式会社の株式の民間への放出が計画されておるわけでございますが、私どももいたしましては、このような超一流の株式が公正な価格で、幅広く個人に分布され、個人株主の増大につながることを強く期待いたしております。

次に、外国株主についてでございますが、昭和四十八年に東京証券取引所に外国株市場を開設して以来、市場の低迷が続いておりましたが、昭和五十八年ごろから売買高もふえまして、特に本年に入りましては、投資家の外国株に対する関心の高まりなどから、年初から五月までの一日平均売買高が二十三万株と、昨年一年間の一日平均売買高の十五倍の商いがあり、活況裏に推移いたしております。

現在、東京証券取引所に上場されている外国企業の数は十一社であり、諸外国の取引所に比べその数が少ないのが現状でございます。

外国会社の中には、東京証券取引所に上場しにくいという声がありましたが、この一兩年の間、上場しやすいように環境の整備を図りました。

具体的には、証券取引法等の改正により、有価証券報告書の提出期限を三月から六カ月に延長するとともに、一定の外国会社にあつては、いわゆる二重監査の廃止などの措置が講ぜられました。

また、東京証券取引所としましては、外国会社

が上場するときはもちろんのこと、上場後につきましても提出書類の簡素化を図りました。

この結果、昨年は、八年ぶりに米国のシアーズ・ローバックが上場し、ことしに入りましてはウオルト・ディズニー・プロダクションズの上場が日程に上るなど、かなりの数の外国会社の上場が見込まれております。

このように、我が国の外国株市場は、最近ようやく売買高も増加し、また、新規上場会社も大幅増加の機運になってきておりますが、まだまだ緒についたばかりでございます。国際間の資本交流が活発化する中で、東京市場の国際化の観点から、外国株市場の整備改善につきまして、引き続き努めてまいらる所存でございます。

また、証券市場の国際化の別の側面といたしまして、東京の市場で外人投資家がどの程度売買取引を行っているかということがございます。

ちなみに、外人投資家の対日証券投資を見ますと、昭和五十九年度、株式については八兆四千四百億円と五年前に比較して七・六倍、一方、公社債等については十四兆七千七百億円と五年前に比較して七・二倍と、著しい伸びを示しております。

東京証券取引所での外人投資家の株式売買シェアも、先ほど御説明申し上げましたとおり、昭和五十九年度で一四・一％と、五年前の三・七％に比べそのウェイトも著しく高まっております。

さらにもう一つ、証券業の国際化という面で申しますと、外国証券会社の東証加入問題がござい

ます。この点につきましては、現在、外国証券会社の加入問題も含め、会員制度全般について見直しをしようということで、特別委員会を設け、鋭意検討を進めておるところでございます。

以上、流通市場、特に株式上場関係について御説明申し上げましたが、東京証券取引所といたしましては、我が国経済の活性化、発展に向けまして、投資家保護に意を用いつつ、未上場会社の上場の促進を図るとともに、企業や国の資金調達及び国民の健全な資産運用の一層の円滑化を図り、

もって内外の投資家に信頼される証券市場の確立に引き続き努力してまいらる所存でございます。

本委員会の先生方におかれましては、証券市場の運営に關しまして今後とも引き続き格段の御高配を賜りますようお願い申し上げます。私の陳述を終わらせていただきます。

どうもありがとうございました。

○委員長（藤井裕久君） どうもありがとうございました。

以上で参考人の方々の御意見の陳述は終わりました。

これより参考人に対する質疑に入ります。

質疑のある方は順次御発言をお願いします。

○鈴木和美君 本日は参考人の皆さんには、お忙しいところをわざわざお運びいただきまして、私どもの知らないところを教えてくださいまして大変ありがとうございました。

そこで、それぞれ私の持ち時間の範囲内でお尋ねしたいと思うのですが、まず津村参考人にお尋ねしたいと思うんです。実は、今尋ねることは先生の専門外のことになるかもしれませんが、一般的な見解で結構だと思っております。

今回、日本たばこ産業株式会社や日本電信電話株式会社、つまりこの両社の株式を、たばこの場合には当分の間は三分の二ですが、二分の一以上、電電については三分の一以上を政府の保有義務分として産投会計に所属させて、それ以外の残りは売却しようというわけですね。そして、その売却の収入益金を国債の償還に充てるというようなことで現在法案が提出されているわけであり

ます。

私どもとしては、この特に電電の場合などは、資産形成の経緯というものから見ますと、俗称我々は国民共有の財産と言ったのですが、最近政府がまねっことして、今度は国民共有の負債だというように逆な言葉を使われているんですが、私どもとしては、産業のつまり再建者とい

いますか、資金繰りも自前でやってきたし、それから国から余りお世話にならないでやってきたし、

それに関係者の血の出るような努力によって営々として電電の産業を支えてきた。したがってその売却益などについては、その使途は国民にもっと利益を還元するというような方向で使われた方がいいんじゃないか、こんな見解を私は持っているんです。

ましてや、電電のこの株の問題について、いつ、どのぐらい、どの程度で放出するかというのは依然としてまだはっきりしない状況なんです。そんなときに受け入れ先だけを決めるということはどうもおかしいんじゃないかというように私も考えているのですが、先生の一般的な見解で結構でございますからお聞かせいただきたいと思うんです。

○参考人(津村英文君) N T Tの資産が国民共有のものである、したがって、それが国庫に帰属した後のような使途に処分されるべきであるかというふうなことを思います。

問題は、国債償還の資金に振り向けるかどうかということと、それから売却した場合、市場売却した場合に、それが本当に国民全体の福祉に平等に還元したことになるのかというこの二つの問題は、御質問では直結されていたように思うのでございましてけれども、私の見るところではこの二つは別のことでありというふうに思えます。

つまり、国債償還という問題は財政再建というふうな一般に言われておりますけれども、それ自体果たしてどの程度の重要な問題であるのかというところは一つ理論的に非常にまだ問題が残っていることであらうと思います。ですから、国債償還を早めることがこの時期において国策として非常に大切であるかどうかというところは、財政学的にむしろ結論を出してもいいというふうに私は思います。証券市場論研究者の立場からしますと、その部分に関してはちょっと何とも申しかねます。

そこで後段の、本来国民の共有のものであり、そして国庫に所属すべきものである電電公社の今日本電信電話株式会社であります、そ

の株式の売却益がどのような形で国民に還元されるべきかという問題について私の考えを申し上げますが、これはあくまでも市場の状態、つまり市場が十分に公正に機能しているかどうかということに問題はおかっているというふうに私は思います。ですから、もしもここに市場に何らかの不正が入り込む余地があり、そのことを通じて何らかの特定なルートにその利益が流れるというふうなことが考えられるならば、それは先ほど私が申しました価格形成の適不適という問題もございまして、それから売却方法の適不適ということもありましようし、市場の受け入れ側の環境がどうかあるかということもあると思うのですが、とにかくそういうことに問題がかかっているというふうに思います。ですから、そこがもし、私はそれほど明確に具体的にわかってはいるわけではございませんけれども、私が考えているのは理想的な受け皿ができていないということであるならば、このことが国民の利益を害することとは私は考えません。そんなところでございまして。

○鈴木和美君 次は、これも一般的な見解で結構なんです、三人の参考人の方々にそれぞれお聞きしたいのです。

N T Tの株が非常に脚光を浴びているというところが世間一般で言われているわけですが、それぞれのお立場で、個人的な見解で結構ですが、本当にこのN T Tの株というものの対して、投資家または投資家でない一般の人でも、この株を持ちたいというように思っているんですか思っていないんですか、その辺の受け取りの感想をちょっと聞かせていただきたいんです。まず津村先生から。

○参考人(津村英文君) まことに難しい御質問でございまして、これは証券市場論の問題というよりも、私が全く今度個人の立場に立つて考えたかどうかというふうなことで考えてみます。

先ほど、あえてブライバイゼーション一般にひっかけてお話をしましたのですが、実はもちろ

んその時点において私はN T Tのことを念頭に置いて言ったわけではございまして、そしてそれが非常に大型株であり中規模程度の成長株であらうというふうなことを念頭に置いてあのような発言をしたわけではございまして、それに照らして考えますと、非常に株式として魅力的であり行列をつくってでも買いたいというふうなものとは考えておりません。比較的健全な投資対象の一つがふえた、そういうふうには私は考えております。例えば、例を挙げるのはあるいは差しさわりのあるかもしれませんが、電力株のようなタイプの株式が一つふえた、その程度にしか私は考えておりません。

○参考人(荒井勇君) N T Tの株が市場に出た場合にどういうふうな国民から受け取られるかというところではございまして、それに関連しまして私は一つの過去の歴史的事実を指摘したいと思うのです。

それは、明治四十年代に鉄道の国有化が制定されました、それまで民間企業であった鉄道株、しかも当時紡績株と並んで非常に花形株であったわけですね。そして株数としても非常に有力なシェアを占めておいた鉄道株、それが忽然として証券市場から消え去ったということは、非常に日本の証券市場に対してマイナスの効果を与えたということができます、日本の資本市場の発達をおくらせたわけでありまして、その結果、多数の投資家が興味を持って投資する対象がなくなつたわけですね、そういう資金が結局は投機的な清算市場を形成しそこで動き回るといふようなことになった有力な原因は、そういう市場で今まで取引されていた株が、国の措置によって民間で取引することができなくなったという事実があったからであります。

これに對しまして、今回N T Tの株が会社の民営化に伴いまして証券市場に出るといふことは、証券市場の活性化のために非常にいい意義を持っています、いい影響をもたらす可能性を持っていると考えるわけでありまして、先ほど来出ております個人持ち株比率の低下というふうな

問題も、こういうN T Tのような非常に国民大衆が関心を持つ株が上場されるということによりまして、個人の株式保有もふえ、あるいは流通等の市場面においてもいい影響をもたらすということが考えられると思うのであります。

当面のN T Tの初期の決算内容等から見た場合に、いいパフォーマンスがすぐに出るかどうかはわからないと思うわけですが、それは、N T Tが今まで公企業であったことから企業会計の適用を受けず、その利益計上面においても、例えば十分な退職給付引き当てをしていないこととか、あるいは税金は非課税の特権を持っているので法人税、法人事業税あるいは法人住民税、固定資産税等の点で多分に特権的な地位にあった、あるいは労働保険といったようなものについても保険料を負担する必要性がないといったようなところでも出てきた利益が従来電電の利益として評価されておりましたけれども、そういうような点についてシビアな試験を受けまして、金融等の面でも独立して今度は資金調達をしなければならぬといういろいろなコスト面がかかるというふうなことがありまして、財務内容が急速に優良会社というふうになるとは思えないわけでありまして。

しかし、基本的に、I C革命であるとか、デジタル化の進展であるとか、光ファイバー技術が実用化され、これによって長距離通信等のコストも格段に安くなるといったような技術的な革新を背景にしておりまして、それに対して競争業者が参入してくるといふ要件があつて今までの独占的な公共料金政策によって支えられたマーケットとかそういうようなシエラを持ち得るということではありませんが、今後、料金の政策のいかんあるいは経営のやり方のいかんによってかなりの成長は見込めるんじゃないのか、当面は経理内容は必ずしも急速によくなるんじゃない、そういう足を引っ張る要因がありますけれども、夢としてはこれは証券市場で活躍してもらいたい対象銘柄がふえるものだといふふうに、私個人としては考えております。

○参考人(河本國雄君) 私どもは直接多くの投資家と接触は余りございませんので、市場関係者から聞いておりますことを御報告いたしたいと思います。

電電株式会社は、公社が民営化されたということによりまして日本におきます最大の企業となるわけでございます。それを機会に今後一層効率的な経営が行われそして健全な成長を遂げていくのではないかと、このことから、投資家にとって投資対象の拡大ということから大きな魅力になるのではないかと、このことが大市場関係者の感觸でございます。

あと、個人的に若干申し上げますと、新聞なんかの報道で見ましても、BTの放出によりまして非常に個人株主がそれに投資をした。そしてまた、さらにその中には、相当数新規の株主がふえたというふうな報道も見ておりますので、やはり先ほど申しましたような感じから、新しい投資対象として国民は魅力を感じるのではないかと、この感じがいたしております。また私どもの立場といたしましては、先ほど申し上げましたような個人株主の低下傾向というものが、こういうものなどを契機に上向いてくれるということを大いに期待しているというふうに思っております。

○鈴木和美君 ありがとうございます。お言葉はそれぞれニュースでいろいろなようにとれますが、大型株であるということや超一流とか優良株とか魅力ある株とかということ、私も、一般的に見ましてやはり、この株には国民が大変な関心を持っていることであるというところは共通して言えるのではないかと、思うんです。

そこで、恐縮ですが津村先生にもう一度お尋ねしたいのですが、今まで政府の企業でやってきた会社などから、これだけの数量と、もう莫大金額の放出になるわけですね。ですから、政府関係者の中でも、そんなに経験的に扱った人はおられないわけですね。それで、日本航空とか日本合成ゴムとかKDDというふうなものが参考にはあるのでしょうか、それがストレートに参

考になるかという、私は必ずしもならないと思うんですね。ましてや、国有財産に帰属しちゃうたということになりますと、いわゆる会計法上の制約というものをどうしても受けまうから、そのことと、一般的に放出する場合の、国からいへば高く売りたいというのもありまうし、しかし今度は一社で持たれたらまた大変だというふうなこともあったりして、そういうふうな問題を抱えておるものから、イギリスのBTなどなども参考にしたが、この際こういうことは注意しておいた方がいいんじゃないかと、こういうことは参考にしておいてくれというふうなことの御示唆があれば、ぜひ聞かしていただきたいと思うんです。

○参考人(津村英文君) まず規模が大きいということとは先ほどもちょっと申し上げたわけなんですけれども、今御質問の中に出てまいりましたBTの場合、三十九億ポンドというふうな聞いております。大ざっぱに換算しまして一兆円ちょっとでございます。NTTの場合、どれぐらいの価格で何株放出するか、これはまだわからないこととございまして、NTTの株主、資本金に全株式の時価総額というの恐らく六兆円ぐらいになるのじゃないかというふうな思っております。それを三分の二売り出すという話なんですけれども、それがどんな手順で何回に分けていつ売り出されるかというふうなことは、もちろんまだこれからの問題だろというふうに思っております。したがって、それが市場に及ぼす影響とか、国庫に及ぼす影響、それから当面のそれを管理する人、管轄する人々の意思決定の対象として考えた場合、非常に大きな問題であるというところはもう御質問のとおりだと私も思います。

ただ、先ほど河本さんのお話の中にもありましたように、現在の東証の一部株式、東京証券取引所第一部上場の時価総額が先ほど百七十三兆円というお話がございました。これに対するパーセンテージを計算しますと、仮に売り出し総額が四兆円だとしても二・四%、まあ二%ちょっとという

ことでございます。ただ、この数字だけ私、見ましたときに、これはそれほど大したことでないというふうなばつと数値として思ったわけでございます。ところがやはりその後、最近数年における全国証券取引所上場会社の有価増資額、年間に増資という形で企業に払い込まれた資金の額というものをみてみましたのですが、これが大体一兆円でございます。九千億から一兆円。ということも考えますと、やはり一挙にその数倍の資金が証券市場に吸収されるという規模、これはやはり相当なものかなというふうなことを考え合わせしております。そのように規模の持つインパクト、衝撃というものはかなり大きいわけでありまして、先ほど来他の方々からもお話がありましたように、それだけの魅力があるし、それから株価が非常に高い、これは何をもって高いと言いか問題でありますけれども、少なくとも上昇を続けてきているという市況環境のもとでは少なくとも受け入れ側では余り問題なく受け入れるのではないかと、このようにまず一つ思っております。

その場合に何か留意点があるかという御質問でございますけれども、同じことの繰返しになつて恐縮でございますけれども、私はあくまでもタイミングの選択と、売り出し方法と、それから価格の適正な決定、その三つに尽きるだろうというふうに考えております。

○鈴木和美君 荒井さんにお尋ね申し上げたいのですが、今の津村先生のお話からも出てきているわけですが、確かに売り出しの数量とか、時期とか、それから価格とか、そういうものが問題を判断するかどうか、考えていくときの一つの基準でございませう。しかし、なかなか今はつきりしないわけなんです。いずれはこれははつきりすることなんでしょう。そのときにどうしても、国債整理基金の中に入っちゃっているというところになりまして、土地と同じようにいわゆる国有財産というのになりますと、今政府の国有財産の処分というのには中央審議会みたいところで審議されるわけでございます。

でも、有価証券の方については、これだけの大きな規模というものは余りやられていないと思うんです。そこで単なる一般の会計法上で言うだけの規制ということだけで本当に事足りるんだらうか。持ち株制度とも当然これ関連があるわけなんですけれども、特定の人の買い占めとか特定の人の利益になるというふうなことがなくて、広くなるべく民主的に多く持たせた方がいいというふうな方法なども検討するということなどを考えれば、どんな場面でどういう基準で考えた方がいいのだというふうな御示唆があれば大変私どもとしては参考になるんですが、御見解を聞かせていただけないでしょうか。

○参考人(荒井勇君) 大変難しい問題の御指摘のようでございます。いい知恵があるかといえ、これはその執行の責任に当たっている政府が国会なり関係方面の有識者の意見も十分聞きながら練り上げてやっていくというふうなことはないかと思っております。

先ほど津村参考人の方からもお話がございましたけれども、NTTの株式の放出について、これが市場に悪影響を及ぼすような形で、例えば一挙に売り出すというふうなことはまず考えられないだろうと思っております。証券市場へのインパクトを考えながら何回かに分けて、またそれで市場の適正価格というものはね返りを見ながら、漸次規模を拡大してその売り出しが行われていくということになるのではないのかと思っております。まして、その程度の資金が証券市場で調達されないというほど日本のマーケットは狭い市場ではないだろうと私は考えております。

何か留意点がないかという点につきましては、当面は現在でございました法律の枠内でやるしかないわけですが、この日本電電の株式の保有の制限につきましては、新法では外国人の保有を禁止して日本国民に限っておりますけれども、この証券市場の国際化という背景のもとではいづれこの制約も外してもらう必要があるんじゃないか。それは、最高限度は二五%とか、いろいろ現

在外為法の枠内においても規制されているものはあるわけですが、しかしそれだからといって全然保有を禁ずるというほどの国益的な必要性というところもないし、証券市場における将来の流通等も考えていった場合に今の国際化している現状というものを無視することはできないだろうと考えられているわけ、こういった制限的措置が解ければさらにマーケットは拡大するというところで、その点についてそんなに不安を感じる必要性はないのじゃないかというふうに思っております。

お答えにすぐつながりませんで申しわけありませんが、この問題について一般的に考えられるとしますとそういうことではないかと考えております。

○鈴木和美君 河本参考人にお尋ねをしたいと思います、今と同じようなことなんです。

その前に、この前、証券取引所を見せていただきました、どうもありがとうございました。

今の荒井先生とのお話と同じなんです、この新会社、つまりNTTですね、株式の放出というものはどのぐらい出さうかと、いつの時期に出さうかと、放出のときの一般的な株式の市場ですね、それが一体どうなるのか、放出価格がどのぐらいになるのかというふうな、いわゆる売却方法というものはつきりしなければ的確な答えはできないのだというところは重々承知してはいるんですが、このNTTの株がいよいよ証券市場に入っていくということになりますと、河本さんの御見解では、どのような影響を一般証券界に与えるというふうにお考えか、御見解を承りたいと思うんです。

○参考人(河本國雄君) 株式の放出が行われるわけですが、その受け入れといいますか、消化の感じがどうかということですが、昨年の日本企業の資金調達、証券関係での資金調達は、内外を合わせまして大体六兆円ぐらいだというふうな数字が出ております。株式で約一兆弱、転換社債で国内が大体一兆六千億、それから海外がやはり一兆六千億という数字でございます。それともう一つ、五十八年度の個人金融資産を見ますと約四百八十兆というところでございますので、今現在五百兆を超えている数字じゃないかと思っております。

そういうことから、放出の仕方その他につきましては、専門の方もいろいろおいででございますから、そういう方を含めて慎重に御検討をいただきたいと思うわけでございますが、しかし消化能力としては個人金融資産の数字から見しても相当の受け入れ能力があるのではないかと感じましたしております。それが今度は上場という姿になりますと流通市場の問題になるわけでございますが、これも先ほど来申し上げておりますように、市場規模というのは非常に拡大してきておりますし、一日の売買金額も最近では約三千億という数字でございますので、どの程度流通市場に出てくるか、これがなかなかつきりしないわけでございますが、今申し上げましたような数字から見まして、そういうことで市場に大きな影響を及ぼすというふうなことはまず考えられないのじゃないかというふうな感じがいたしております。

○鈴木和美君 もう一つ河本さんにお尋ねを申し上げます、今の新しいNTTの株が放出されるときに、流通市場に上場されるときに形成される俗称初値と申しますが、その初値と、それから売り出しのときの価格と当然差が出てまいるわけですね。この差というものはこのぐらいの差があるのかわかる、株というものはこのぐらいの差があるのが普通だというふうな、何%というふうなことの経験的なまた実際のなことがあれば、この機会にちょっと聞かせていただきたいと思います。

○参考人(河本國雄君) 新規上場銘柄の公募売り出し価格と今の初値との乖離状況でございますが、昨年一年の東京証券取引所に上場した銘柄、新しく上場した銘柄でございますが、その公募価格と初め値との乖離の状況を見ますと一・五六倍という数字になっております。ことしに入りましてからの数字を見ますとそれが一・四一倍というところでございまして、例えば百円での公募のものが百四十一円になったということでございます。

○参考人(河本國雄君) 新規上場銘柄の公募売り出し価格と今の初値との乖離状況でございますが、昨年一年の東京証券取引所に上場した銘柄、新しく上場した銘柄でございますが、その公募価格と初め値との乖離の状況を見ますと一・五六倍という数字になっております。ことしに入りましてからの数字を見ますとそれが一・四一倍というところでございまして、例えば百円での公募のものが百四十一円になったということでございます。

○参考人(河本國雄君) 新規上場銘柄の公募売り出し価格と今の初値との乖離状況でございますが、昨年一年の東京証券取引所に上場した銘柄、新しく上場した銘柄でございますが、その公募価格と初め値との乖離の状況を見ますと一・五六倍という数字になっております。ことしに入りましてからの数字を見ますとそれが一・四一倍というところでございまして、例えば百円での公募のものが百四十一円になったということでございます。

○参考人(河本國雄君) 新規上場銘柄の公募売り出し価格と今の初値との乖離状況でございますが、昨年一年の東京証券取引所に上場した銘柄、新しく上場した銘柄でございますが、その公募価格と初め値との乖離の状況を見ますと一・五六倍という数字になっております。ことしに入りましてからの数字を見ますとそれが一・四一倍というところでございまして、例えば百円での公募のものが百四十一円になったということでございます。

○参考人(河本國雄君) 新規上場銘柄の公募売り出し価格と今の初値との乖離状況でございますが、昨年一年の東京証券取引所に上場した銘柄、新しく上場した銘柄でございますが、その公募価格と初め値との乖離の状況を見ますと一・五六倍という数字になっております。ことしに入りましてからの数字を見ますとそれが一・四一倍というところでございまして、例えば百円での公募のものが百四十一円になったということでございます。

○参考人(河本國雄君) 新規上場銘柄の公募売り出し価格と今の初値との乖離状況でございますが、昨年一年の東京証券取引所に上場した銘柄、新しく上場した銘柄でございますが、その公募価格と初め値との乖離の状況を見ますと一・五六倍という数字になっております。ことしに入りましてからの数字を見ますとそれが一・四一倍というところでございまして、例えば百円での公募のものが百四十一円になったということでございます。

○参考人(河本國雄君) 新規上場銘柄の公募売り出し価格と今の初値との乖離状況でございますが、昨年一年の東京証券取引所に上場した銘柄、新しく上場した銘柄でございますが、その公募価格と初め値との乖離の状況を見ますと一・五六倍という数字になっております。ことしに入りましてからの数字を見ますとそれが一・四一倍というところでございまして、例えば百円での公募のものが百四十一円になったということでございます。

面があるわけでありませう。

それで、これは非常に長期的に株式を保有している場合に、私どもの日本証券経済研究所では、昭和二十七年以来株式をずっと継続的に保有して、増資等についてもその株式のポートフォリオの中で順次払い込んでいったという場合にどういう利回りになるかという点を計算しますと、復利で一七％台ぐらいの利回りになっているというところを毎年株式の投資収益率という形で発表しておりますけれども、そういう点についても事業法人の方があるいは金融法人の方が判断がさといひますが、そういう市場の大勢についての情報知識が十分にあるということで、株式保有を継続的に続けていく、あるいは漸次拡大していくということがあります。

ですから、そういう税制面、企業の側から見た利益というものと個人の税制が逆になって、売った場合の利益、キャピタルゲインには非課税であるということと、配当利回りが下がるといふ現象で、一部の投機的な株主というものはその市場の価格変動を利用して、非課税のキャピタルゲインを得るというために非常に広範囲に参入しております。個人株主の比率が低下したにもかかわらず売買比率でいいますとまだ、先ほど河本副理事長の方からお話がありましたように、四一、二％というシェアを持っているわけですが、しかし保有比率として統計的に調べますと漸次下がっているということでもあります。

それからもう一つは海外要因で、外人保有がここ数年間じわじわと伸びておりまして、我が国の個人保有の比率が下がる程度の比率で外人保有がふえています。現在四％から五％というような保有残高になるというふうに、その面でも保有構造が変わってきているという面があるわけですね。しかし、個人株主の保有シェアから見た低下というものが現実の日本の株式市場に対して極めて悪影響を及ぼしている段階になっているかといへば、その点は、事業法人等が株式保有を継続して市場に出さない、それによって流通量が減り、機

能が低下するというような事態になればこれは非常にぐあいが悪い、そういう機能が低下した流通市場というものを背景にしますと発行市場というものもうまく作用するはずがないということ、非常に循環的に悪影響があるわけですから、先ほど御説明がありましたように、流通市場における取引数量等においてもますますかなりの数量は確保されているということがありまして、傾向として個人持ち株シェアが下がっていることは好ましくはないけれども、決定的にそれが日本の株式市場を非効率にしているというふうに判断すべき段階には達していない。しかしながら、こういう伝統的な傾向が続くことは非常に好ましくないもので、それをチェックし、さらに引き上げたいという方向にもっと政策的な手段を講じていただきたいというのが、私もあるいは証券界界挙げてのこととでございます。

それで、従業員持ち株制を拡大していくというのは、先生のおっしゃいますように非常に有効な対策である。特に、一つの会社の従業員だけじゃなく、系列なりあるいは取引先なりを含めた拡大的な従業員持ち株制という方向も、先ほど簡単に触れましたけれども、今そういう展開も示しておりますので、そういう形によりましてさらには個人持ち株の比率向上に役立つような施策を講ずる、また関係者は努力するという余地がまだまだ十分にある。NTTのケースも、そういう意味で役に立つてくれることが将来あり得るのではないかと、いふふうに考えるわけでございます。

○桑名義治君 最初に荒井参考人をお願いをしたのです。

英国のブリティッシュ・テレコムが民営化をいたしました。その株式を広く個人投資家に放出したわけでございますが、このBTの株式放出方式がNTTの株を放出した場合の大きな参考になるのではないかと、こういうふうに思いますので、このいわゆる株式放出方式ですね、どういう方法でやったのか、参考にしたかと思っておりますので御説明願いたい。と同時に、その後の株価の動向とい

うのはどういふふうになっているのかお聞かせ願いたいと思ひます。

○参考人(荒井勇君) 私もその面につきましては専門的に調べたわけではございませんので、知っての限りでお答えを申し上げます。売出し株数がBTの場合の売出しの場合には、売出し株数がイギリスの本国で行われた分が二十五億九千七百万株、それから日本及びアメリカで行われたものがそれぞれ一億八千万株、カナダで五千五百万株、合計三十億一千二百万株ということであり、売出し価格につきましては、三回の分割払い込みというものを繰り込んで行われたというふうに聞いています。

このBTの売出し方式というのが日本の場合にそのままだとではまるかという点について申し上げますと、先ほど私が法律の制約があるということとを申し上げましたが、まず第一に、外国人に対して保有をさせるような売出しの仕方が現在でしかないという点がBTとは違うわけですね。それから、BTの売出しの場合には、イギリス政府の考え方として、このBTがさらに国営化に逆戻りしないようにそこに歯止めをかけるという意味で、売出し額も、最初第一回からその株数を、半数を超える株式数であったと思ひますけれども、そういう極めて異例というか、大量の売出しを、一挙に行うという方式をとったわけですね。ですから世界的なベースで売るといふことを得なかつたわけでありまして、日本市場だけでこの売出しを行わざるを得ないということになりますと、そんなに過半のものを一挙に売るといふような方式はとれないだろう。私が先ほど申し上げたように、市場に対するインパクトというものを考えまして、まあ部分的に徐々にその割合を高めていくというふうなことを申し上げたのは、じやないかと思うということに申し上げます。BT方式ではない方式が日本のNTTの場合には考えられるのじやないかということ、日本の市場の消化能力といふ点、マーケットの容量といふものを考えてその処分を進めなさいいけな

いんじゃないか。いろいろな点でBTとは客観的な条件が違っている、まず法律が違うということから始まりまして、そういうことだと思っております。

○桑名義治君 それでは、先ほどの質問の、現在その株価がどういふ動向をたどったのかということ、わかればお知らせ願ひたいんです。

○参考人(荒井勇君) 私も、この問題について御質問を予期はしておりませんので、よく調べておりませんし、常時そういうことをやっておりますのは証券会社の方だということになります。新聞等で伝えられているところでは、最初ロンドンで九十七ペンスないし九十九ペンスというところから始まって、初日あたりもそれより若干終わり値は下がったというような点はあるんですが、全体を通じて、非常に募集数が多かったということ、その価格設定が低かったのではないかと、ですから、市場人気がついておりました何十%かの値上がりをしたわけですね。ただ当局者に言わせると、こういう大量の売出しをする、それに對して需要がついていくのかどうか、資金が十分にそれに振り向けられるのかどうかという点、先ほど津村先生も言われましたけれどもマーケットの不安があり、あるいは価格設定をせざるを得なかつたということ、日本でNTTの株式の売出しのような措置をとる場合には、このBTの経験も十分参考にして行わなければいけないものだというふうに考えます。

○桑名義治君 今荒井参考人の方から、その後のBTのいわゆる株価の動向については河本参考人の方がよくわかるのじやないかという意味合いのお話があったわけでございますが、もしわかれればお知らせ願ひたいと思ひます。

○参考人(河本國雄君) どうも私どもの方も余りよくあれしておりませんが、今大体始め値が九十七ペンスぐらいであつたというのを聞いておりますが、現在は百三十ペンスぐらいいじやないかと、これももちろん、ちよつと正確じやございませんで、もし間違つておりましたら後で訂正させていただきます。

○桑名義治君 津村参考人にお願いをしたいわけですが、先ほどの陳述の中で、公共的でないいわゆるこういう企業体を民営に転換をする場合の大きな必要素として三つある、一つは、だれに、二番目は、方法は、それから三番目が価格形成、こういうふうに大まかに分けて御説明があり、価格形成については、非常に細かく原理的なものをお話しいただいたわけでございます。あと残るのが、だれにというのと、それからこの方法論が、二つ残っておるわけでございます。

ですが、あえて感觸を申し上げるならば、まず、だれにということに関しては、少なくとも公開売り出しの時点ではできるだけ多くの範囲の主体にということですが、その多くの範囲の主体というの中には、圧倒的な割合で個人が含まれるというようなことを保障するような方法が選択されるべきであろうというふうに思っております。その後の推移についてはどういう推移をたどるかはわからないわけでありすけれども、

そういうことになりますと、先ほどからいろいろと意見の陳述がなされているわけでございますが、多数の人ということに、個人の投資家にということになってまいりますと、これは非常に買いが難しくなるんじゃないかというような気がするわけでございます。株が一株五万円ということになってくると、これの二十倍になると、一株変な、百万円というべらぼうな天文学的数字が出てくるわけございまして、果たして先ほど

うふうには感じます。それは、先ほどの証券市場に参加している人の平均でございますから、今度は新規の投資家という方も参加を期待しているわけでございますからその辺のところはどうなるかということとはちょっとわかりませんけれども、現在の流通市場での平均的な売買金額から想定い

たしますと、それほど手の届かないというような金額ではないのじゃないかなという感じはいたしておりますけれども。

○桑名義治君 そこで、NTTの上場に当たりましては、取引所の上場規則を改正する必要があるのじゃないか、こういうふうにも思うわけですが、どのような点が問題になり、どういうふうに対処されようと考えていらっしゃるのか、河本参事にお聞きしたいと思います。

○参考人(河本國雄君) NTTの株式の売却方法などが未定でございますし、また同社から株式の上場について具体的な要望も受けておりません段階でございますので、はっきりしたところを申し上げることは差し控えていただきたいと思います。ですが、株式の売却方法などが具体化しました段階で、関係者の間で検討の結果、上場の要請がございました場合には、同社の株式が幅広く分布されているという状況でございますれば、私ども取引所といたしましては投資家、投資者に公正な価格形成と円滑な流通市場の場を提供するという観点から、上場基準の取り扱いにつきましては弾力的に対処していきたいと考えております。

これが基本的な考え方でございます。では、その現行の上場審査基準で対応したい点ということについて申し上げますと、一つは、今の上場基準で問題になりますのは、最初は会社の設立後の経過年数基準でございます。これは現在の基準では株式会社として設立された後五年以上経過していることというのが要件になっております。それから、その次には利益基準の関係でございます。これは現在の基準では上場前三年間、株式会社として一定額以上の利益を計上していることが要件になっております。この点が第二の点でございます。新電電の場合にはこういう設立の経過年数というものが不足したというところになる。両方に現在の規定では抵触するということになるわけでございます。そのほか、上場基準では公認会計士の監査、これの三年間の監査証明を要するという点になっておりますので、この点について

ても問題が出てくるわけでございます。しかし、先ほど申し上げましたように、具体的にお話がございます場合にはそれより慎重に前向きに対応していきたい、こういうふうにも考えております。

○桑名義治君 もう一点河本参事にお尋ねをしたいんですが、先ほどからもちょっとお話がございましたが、いわゆる個人の株主、これは昭和二十四年では六九・一%、それから昭和五十八年では二六・八%、これは大変に減少傾向にあるということでございます。そういう流通市場の中で新電電の上場が個人株主づくりに役に立つだろうか、こういう事柄も一応懸念されるわけですが、先ほどから津村先生もおっしゃっておりますように、多数の人々はこの株は持ってもらいたいという御意見が出ていたわけでございます。そういう立場から見ますと、現在のこういう傾向というものが、果たして個人株主づくりに役に立つのだろうか、そこら辺の心配も幾らかあるわけでございます。それは価格の面からも当然そうでございますが、こういった一つの流通市場の中での傾向から見てもその懸念は多少これは残らざるを得ないわけですが、この点はどういうふうにお考えになっておられますか。

○参考人(河本國雄君) 個人株主減少問題につきまして、これが流通市場として好ましくない傾向といえます。心配なことだということでは先ほど申し上げたわけでございます。またそれに対する対策という点も先ほど幾つか申し上げたわけでございます。先ほど申し上げましたように、株式投資について、やはり証券会社に対しまして、地道な株式販売といえます。株式沈滞といえます。そういうようなところにつきまして折に触れ私どもとしては要望いたしているわけでございます。そういう形で、今度の新電電の場合でも企業の成長とともに楽しむという形での投資家、またそういう形でのセールス活動といえます。それをぜひ私どもとしては期待しているわけでございます。そういう中で個人株主の減

少というものの歯どめがかかって逆のいい方向に展開してもらえないか。そういうことで、そういう個人投資家が株式に対しての理解を持ってもらって、それがまた新しい株式投資を、ほかの株式にも投資するというような形で個人株主が増えていくということを期待しているわけでございます。

○桑名義治君 現在の日本の、いわゆる上場会社の持ち株比率が今非常に減少しているという傾向があるわけでございますが、今回のNTTも現実にはNTTは一株も持たないわけですね、全部国が持っている。それで三分の二は全部放出してしまふ、こういうことになるわけでございますが、お尋ねしたいことは、そういう上場の会社が持ち株比率が落ちていくということはどういうようにお考えになるのか。それから、今回の電電のような会社形態というものを考えた場合に、これをどういうふうにお考えになるのか、そこらの御意見をちょうふと伺っておきたいと思ふんです。

○参考人(河本國雄君) 持ち株比率というのは、個人の持ち株比率ということですか。

○桑名義治君 会社です。

○参考人(河本國雄君) 会社。御質問の意味がちょっとわかりかねるのですが、上場会社の個人の持ち株比率でございますか。

○桑名義治君 そうです。

○参考人(河本國雄君) そうでございますか。この点につきましては、先ほど若干冒頭申し上げましたが、やはり個人持ち株比率の減少、逆に言いますと法人持ち株比率が増大している傾向が今現在ございますわけでございます。こういう形になってまいりますと、やはり流通市場におきまます円滑な流通、公正な価格形成の面でございます。ね、やはり小口の投資家のいるの株価に対する判断のもとに売りの注文とか買いの注文とかがたぐさん入ってくることによってより一層公正な価格ができるのじゃないかと思ふますし、またそれが流通の円滑化に役立つのじゃないかというように思ふわけでございます。法人筋に大きく持

たれてきた段階、今、法人といひましても相当、純投資といひましても、政策投資じゃない持ち株も多いようでございますが、そういうのはその機関投資家の判断によって市場には株としては参加してくると思ひますけれども、それは量の大きいものでございますから、売りは売り、買いは買いというように偏りはないかということ、やはり小口の投資家が多いということが取引所の公正な価格と円滑な流通ということに非常に役立っているのではないかと今思ふに思ふわけでございます。それが第一点でございます。

それから、そういう形での流通市場が円滑に参りまさんと、今現在流通市場のもとでその価格を基準にしていろいろ資金調達が行われておりますが、そちらの方が円滑を欠きますと、やはり企業の資金調達という点にも、今現在支障があるとかということやございせんが、こういう傾向がもつと続きますとそういう企業の資金調達の面で影響が出てきはないかというふうにも考えられるわけでございます。個人株主というののぐらいいが一体いいのかというところはなかなかわかりかねますけれども、やはりある程度の小口の株主が多くあるということが必要じゃないかというふうにお考えになっております。

○近藤忠孝君 今の個人株主の低下の問題で、その原因については先ほど荒井参事から基本的に言われたわけですが、その点に関して河本参事の方からその対策として、例えば株式分割、二重課税の排除、証券知識の普及などという御指摘がございました。しかし、これはいづれもかなり技術的な問題でして、技術的にこの傾向を食い止めるのかとなると、どうもそうでもないのじゃないかということ、この技術策があるのか。これについての河本参事の御意見。そして津村参事には、資本の法則から見ましてこの傾向というものはこれはとどめ得るのだからかという点の御意見をいただきたいと思います。○参考人(河本國雄君) 先ほどいろいろ個人株主増大策についてお話し申し上げましたが、お話し

のように、これをやれば必ずこうなるという決めの
手のある政策というものは実はなかなか見出しが
たいわけでごさいます。私もとしましては、
先ほど申し上げましたような政策を地道に積み重
ねていつて何とか個人株主の減少に歯どめをかけ
たいというふうに考えているわけでごさいますし
て、決めの手のある政策というふうなこともいろ
ろ検討はしておるのでごさいますけれども、なか
なこれという政策が見当たらないというのが現
状でごさいます。いろいろの政策を積み上げて
いつて何とか成果を上げていきたい、こんなふう
に考えているところでごさいます。

○参考人(津村英文君) 個人持ち株比率の低下の
問題に關しましては、先ほど荒井さんの方から御
説明がありましたとおりでありまして、これは基
本的に持ち株比率の低下であつて、個人株主の減
少という言葉で呼ばれることが多いのであります
けれども、それは必ずしもそうでもない。もちろ
ん、全くそうではないというの、これも言い過ぎ
でごさいます。実際確かに伸び悩んでおり、個
人株主数も若干は減少しております。ですから、
個人持ち株数や個人株主数も若干減少してしま
すのでこれは余り強く言うことはできないのでご
さいますけれども、少なくとも個人持ち株比率が
一本調子に低下しているのと同じ程度に個人持ち
株数や個人株主数が減っているわけではないとい
うこと、このことをまず御記憶いただきたいとい
うふうに思っております。

そうは言つても、持ち株比率が一本調子に低下
しているというところは、もちろん確かに個人の株
式所有が余り盛んでないということではあるわけ
でごさいます。御質問は、こういった企業集団
化といふか、企業同士の株式持ち合いが多く
なり、その比率が高まり、結果的に個人の所有す
る株数の比率が低下していくという傾向はとどま
るところがないのではないかと、あるいは逆転とい
うふうな可能性があると思ふかという御質問
かと思ふわけでごさいます。これは株式保有
の動機が個人と法人とで、先ほど荒井参考人の方

から説明がありましたように全く違つております
ので、これはもう相互持ち合いの部分については
市場から投資対象としてはいわば消えてしまつた
と考えるべきだと思ふのです。ですから、持ち合
ひになつていく株式というのは、言つてみれば一
つの自社株保有であるというふうな考えをべきだ
らうというふうな思ふわけでは、これはもちろん
言葉が過ぎていくことは承知しておりますけれど
も、要するに企業集団としてはお互いに持ち合
ひによつて一つのグループをつくつていくわけ
です。これはもう沈んでいく株式であるとい
うふうな考えられると思ふます。ですから、これ
がまた市場に逆流してくるという可能性はほとん
ど私はないというふうに見ております。

ただ、可能性としては個人の持ち株をふやすと
いう可能性は私はまだ残つていくというふうと思
つております。それは、企業間の保有を残した
まま別個に個人投資専用の株式というものを新
に発行して、そしてそれを積極的に個人に売つて
いくというのをやれば、個人の株主をふやすと
いう余地は私はあるというふうな思つておりま
す。

○近藤忠孝君 それから、先ほど来この電電株な
どが個人の株主をふやしていくという点で期待す
る向きの発言があつたんですが、そこで荒井参考
人にお伺いするんです。
先ほどの個人株主減少の原因から申しますと、
同じ原理というものがこの電電株の上にも適用さ
れるのじゃないか。例えば、一つ指摘されました
キャピタルゲイン非課税が売りの機能を働かすとい
う面とか、もう一つ各企業が新電電に対してやは
り一定の企業的なつなかりを持つというふうな
要素だつて働くと申すんですね。となれば、この
電電株についても、専売もそうですけれども、同
じような機能が出てきはないかと思ふのが一つ
です。
それから、津村参考人にもう一つは、そういう
点では先ほど来、これも余り影響はないんじやな
いか、資本市場に影響はないんじやないかという

発言がございましたけれども、確かに最初の受け
入れはあると思ふんです。しかし、受け入れた
後それは他の株にも、株取引にもいろいろ影響が
当然出てくるのじゃないか、その辺の問題につ
いてお答えをいただきたいと思ひます。

○参考人(荒井勇君) お尋ねでございますが、N
TTの株についても一般的な個人持ち株比率減少
というその基本要因は当てはまるのじゃないかと
いう御指摘は、ほぼそのとおりであらうという
ふうに考えます。やはり日本電電というの国内に
おける大きな調達者です。その取引関係が非常
に広範にあるという場合には、取引先企業は日本
電電の株を保有したいという意欲を持つと思ひま
すし、それからキャピタルゲインという税制上の
問題はこれは一般的であります。ただ、日本電電
の場合には従業員数も多いし、国民みんなが使
っている通信というメディアを所管しているとい
う意味で、国民一般の親しみというか親しさとい
うのがあるというので、その売り出しの方法とか今
後のやり方が合理的にうまくいくならば国民も相
当関心を持つて保有するだらうということが考
えられるというふうな点が、個別産業と違つた日本
電電の株の一つの特色になり得るのじゃないかと
思ひます。

それから、個人持ち株比率の点ですけれども、
かなりの数量がまだ当分国によつて保有される、
永久的には三分の一という場合における個人持ち
株シェアというのは、国有分を實質的には除いて
計算すべきだらう。個人の持ち株比率が十数%だ
から非常に低いといつても、それは国がまだ六割
持つていてという段階ではその六割を除いたところ
で計算すべきだらう、こういうふうに思ひます
けれども。

○参考人(津村英文君) NTTの株式を一人は
資本市場は受け入れるだらうが、その後何らか
の影響があるのではないかと、どのような推移をする
かということかと思ふのでございすが、まずこ
の株式、この会社の著しい特徴は、新しい株式会
社であるから一株の額面金額が五万円であるとい

うようなことはあるわけですが、これは先ほどの
話にもありましたように、いわば千株をまとめた
だけだというふうな考えれば別に特別の問題では
ないわけであります。

ただ、財務内容を見てみますと非常に特別な性
格を持つておりまして、資本金と自己資本の額を
比べてみますと大体四、何倍ですか、というふう
に非常に自己資本の額に比べて資本金の額が小さ
くなつております。こういうことがありますと一
株の株価はどうしても高くなるざるを得ない。と
いうことはつまり、一株当たりの純資産額が一株
当たりの資本金額の四倍以上の額になつていくわ
けですから、ですから夢を買ふとか買わないとか
いうことが仮になつたとしても、最低限度純資
産額を基準に考えても、どうしても株価が相当に
高くなるざるを得ない。この状態というのはいや
り、個人株主をふやしていくという点からい
うと余り好ましくないというふうな思つております。
そんなわけで、上場後から上場前がよくわかりま
せんが、可及的速やかに資本金をふやすべきだろ
うというふうな思つております。そうすることに
よつて一株の株価を引き下げていくならば、取引
所の取引システムとの関係からしますと、結局他
の株式の千株がこの株式の一株ということに
するわけでごさいますから、必ずしも何か流通性
の乏しい株式になるというところは私はないとい
うふうに考えております。

それから、先の見通し、評価等につきまして
は、もちろんこれはいろいろな見方があるわけ
でごさいます。非常な成長株という見方もあるで
しょうし、いや余り成長しないというふうな考
える人もいるかと思ふのであります。私は、先
ほど来申し上げておりますように中程度の成長株である
というふうな考へておりますので、この株式が市
場において恐らく公開売り出しにおいても比較的
順調に受け入れられ、流通市場の取引においても
比較的順調な取引対象になつていくだらうとい
うふうに考えております。

○栗林卓司君 河本参考人にお尋ねをしたいので

すが、まるで株に素人なものですから基礎的なことをお伺いしますけれども、参考人お三方とも、お話を伺っておりますと、全部一括処分は無理なんで分割にいくのじゃないかというお話がございました。一応それに沿って考えてみますと、第一回の処分価格がございまして、公開売り出しがされる。上場には前向きに取り組みとして、そういう場合、市場に上されて市場価格が形成される。乖離がどれぐらいかというところは従来の経験則だと一・五倍ぐらいではないか、こういうお話がございました。

そこで、公開売り出し価格を仮に千円としまして、証券市場では千五百円の値段がついた。第二回は、千五百円を頭に置いて処分価格を決めるのじゃなくて、むしろマーケットそのもので処分しよう、こうなってくると思うんですね。ところが、どかっと第二回が来るものですから千五百円はがたっと落ちますね。しばらくして千五百円に戻る。第三回目が処分されるとまたがたんと落ちる。このがたんと落ちるのはあらかじめわかっている価格形成が行われるんだらうか。しかも、ことし何株、一株当たりの予定処分価格が幾らというところは予算書にもはっきり出ているわけですから、みんな知っているわけですね。そうすると、実際には千円で公開売り出しをしたとしても千円以上上がるかもしれないけれども、一年待ってればまた千円で売り出してくる、こうなってくると結局乖離の問題というのは全株を処分した後の話であって、途中というのはやっぱり千円を基準にしてへばりつくような価格形成が行われるのではないかと。

もしそうだとしたら、資金市場の大きさに対するインパクトは考慮しなければいけませんけれども、処分価格の面でいくと一括処分をしようとして分割であると同じことだ。したがって会社ができてから五年、あるいは会計監査三年という基準をむしろ盾にとって、処分はおやりなさい、それが終了した後で証券市場に上場してくださいという方が、証券市場の正当な価格形成から見ます

とむしろ正しいんじゃないか、こんな気がするんですが、教えてください。

○参考人(河本國雄君) ただいまのお話の、千円で最初売り出されてそれが市場で千五百円になるといまして、そこで第二回目が出てくるといふときに、そのときには恐らく分売あるいは売り出し、何か方法がとられるのじゃないかと思うのでございませうけれども、そのときにはやはり分売とか売り出しの値段というものは、そういうまた同額で出てくるといふと、そういうものが一応予想されて若干のディスカウントのもとにその分売とか売り出しの価格が決まるというものが大体通例だと思っておりますので、そこでがたんと下がるというようなことはそれほど起こらないんじゃないのかなという感じが一ついたします。

それからもう一つ、それじゃ最後に一括して上場した方がより投資家のためにいいんじゃないかというお話でございしますが、この会社はともかく日本最大の会社でございまして、どの程度のもので売り出されるのかこれから御決定なさるわけでございますが、やはりその何分の一かが売り出されたとしまして、今、新日鉄が資本金幾らでございまして、一千億ちょっとぐらいでございまして、それと比べますと相当大きな株数でございまして、それを先ほどからお話のように個人にも相当投資として持つてもらうという形になりますと、その株主数も相当大きな株主になりますので、やはりそういう株主、投資家のために流通市場の場を、あるいはまた何かの拍子にお金にかけたというときも、公正な価格というものの中で売りたい方は売れるということがやはり望ましいのじゃないか。それはやはり、そういう新規に最初に買われた株主に対する株主保護といふ点から、という観点から必要じゃないかと、こんなふうに考えているのでございませうけれども。

○栗林卓司君 質問を繰り返しますと、千円で売り出しました、市場価格は千五百円になりました、今度は第二回の分売価格を、じゃ千二百円にしよう。その場合に、千二百円にしようかという数字は予算書に載っているわけですね、各年度予算に。国民は知っているわけですね。そのときに、千五百円という値がつくんだらうか。それは確かに、将来の値上がりを考えますと、多少損したっていいやという方もいるかもしれないけれども、これだけの大きな株を何回かに分けて放出するわけでしょう。一年待てば千二百円で手に入る、そう思ったら千五百円というその株はつかないのではないかと。じゃ幾らになるのかということ、それはわからないですね。千二百円ということになったら、分売価格は千二百円とかそうなるでしょう。千五百円をみんな見ているから、じゃやめた、こう下がつてくる。普通の投資家の気持ちからしますと、千円で売却をして以降何回にも株が放出されるとなると、千円以上に無理をして多少高くても買おうという気持ちというのは余り出てこないんじゃないかというのが私の素朴な疑問なんです。この点いかがですか。

○参考人(河本國雄君) 第二回目のそういう価格がもしあらかじめはつきりしているという状況でございませうれば、恐らく、個人的なあれでございませうけれども、その近くになればその価格に限りなく接近してくるのじゃないのか、相当近づいてくるのじゃないのかという感じがいたします、その点は。

○栗林卓司君 同じ問題で津村参考人に伺いたいんですが、これは株の処分株数というのは国会の議決で決めなければいけないんです。それから、今申し上げた一株当たり幾らかということとは、国債整理基金特別会計で幾らか売却がございまして、見込み額を各年度予算に書かなければいけないんです、これは国有財産の処分ですから。そうなりますと、手のうち全部あけっ広げで処分するわけですね。こう見ていくと、分割でやるか一括でやるかというところは実益としては余り意味のない議論ではないか。ただ、資金量からしますとどれだけインパクトを与えるか、これは検討しなければいけませんけれども、一株当たりの値段をどうするかという議論のときには、分割だろうと一括だ

ろうとそう大きな差はないのではないかと考えるんですが、いかがですか。

○参考人(津村英文君) 先ほど私の件に関しまして、小出しにやっていけばライニングで次々に情報を与えられるから、より一層の市場の環境に合った売り出し価格を決めることができるであろうというふうに私は考えて発言したわけでございますけれども、今御指摘のように、あらかじめそのことを決め、公表しておかなければならないのだということになりますと、私のさっき言いましたことは実行不可能ということになってしまします。もし今言ったことが正しいということであるならば、一括売り出しということの方がむしろ話の筋は通るということになるかと思ひます。ただその場合には、これはどのくらいできるのかはちょっとわからないのでございませうけれども、できる限り私は実際に市場に出してみたいわけでございますが、それがもしできないのなら、それに代わるような価格についてのサーベヤを繰り返してやるということが多分必要だろうというふうに思ひます。それでどこまで模擬市場になり得るかということは全く私も疑問でございませうけれども、そういうことを強調せざるを得ないというのが私の感じでございます。

○参考人(河本國雄君) ちょっとよろしゅうございませう。先ほどのお話の、千円が千五百円になって、そして千二百円で今度はまた放出が行われるという場合には、投資家のその企業の評価というのは千五百円だという評価があつて千五百円になっているわけですね。今度は新しく千二百円で株式が買えるということになりますと、それとの間で、今までの株の量と今度放出される株の量との比例においてある程度の価格が、理論価格が出てくるわけでございますから、それが今度の、理論的にはそれが分売された後の価格になってくる、こういうことじゃないかということでございます。ですから、千五百円というのもその会社に対しての一つの評価でございませうし、今度千二百円で新しく株

主が入ってくるという形でございますから、その間のいろいろ放出株数の比例などで、その間の中である理論価格が出てくる、こういうことではないかというふうに思います。

○本平八郎君 津村参考人にお伺いしたいのですが、私は、こういうふうなNTTの株を売却してその売却益を国債の償還に充てるということであれば、もうできるだけ高く売って、それでそのプレミアムを稼ぐということが最大の善ではないかと思うわけですが、これはいろいろ先ほども議論がありまして、制約とか考えなければいかぬことがいっぱいあるわけですが、一たんそれはどうも、純理論的にいいますか、一つのケーススタディとして、こういうNTTのようなこれだけの大きな株がある、これを処分して国庫の国債償還に充てるんだ、できるだけプレミアムを稼ぐんだということを考えた場合、先ほど先生がおっしゃいましたそのタイミングだとか方法だとかということですね。価格というものは要するに一番高く売ることなんですけれども、どういうふうにしていくのが一番プレミアムを稼げるようになるのか。一応のケースとしてお考えをお伺いしたいんですが、

○参考人(津村英文君) プレミアムという言葉をお使いになられたんですけれども、プレミアムというのは額面金額を超過する金額というふうな意味で多分おっしゃったのだらうと思うんですが、株式をできるだけ高く売るといことがどんな手段を使っても国債償還という大義名分のためならば構わないのだというふうには私は考えないわけでありまして、やはりNTTという会社が現在の日本の経済の中にあつてどのような評価を受けるべきであるかということについては、断定的なことはもちろんだれにもわからないのでありますけれども、それにもかかわらず、できるだけ智慧を集めてこれだけのだといふその評価額を出すべきものであり、そしてそれが国益になるのだと。つまり高くもなく低くもなく評価すること、これが現実に行けるかどうかは別問題であります

が、それこそが国の利益を増すことである、国の利益を維持することであるというふうな考え方でありますので、売却方法、売却の時期、それから株価、売り出し価格というふうなものを決めるに当たっては、企業実態にできるだけ合った価格を算定して、そしてその価格で市場に受け入れられていくようなタイミングをはかって売り出していくべきだというふうな考え方をしております。ですから、ただ単に高く売ればよいというふうなことは私は考えていないというところでございます。

○本平八郎君 もちろん国益全体を考えなきゃいかぬということではもう確かなんですけれども、私が申し上げたいのは、先ほどからいろいろ議論がありまして、個人株主をふやすんだとか、それから投資家に利益を還元するんだとか、あるいは余り一社がNTTの株を持ってしまつとそれは三分の二持つたらこれはまた大変なことになるというふうな、いろいろなことがあると思ふんです。しかし、こういうことを余り考え過ぎますと、かえっていろいろの弊害が出てくるんじゃないか。例えば仮に先ほどの栗林委員のお話のように、千五百円に当然なるのがそういういろいろな制約のために千三百円に抑えられたとしますと、この間に二百円というおかしな利幅ができるわけですね。こういうものの発生がいろいろな諸悪の根源になるのじゃないか。汚職だとか利権だとかそういうことにもなりかねないんじゃないか。これだけの大きな問題で、それから国民にとつても大変な資産ですね。これの処分においては、むしろそういうおかしなことが発生しないようにするのが一番いいんじゃないか。したがって、一たんはやっぱ市場原理に任せるといふことからスタートした方がいいのじゃないかと思ふんですが、その辺、津村さんはどういうふうにお考えになりますか。

○参考人(津村英文君) できるだけ高く売るといふことの意味が、今の御質問のようにできるだけ市場価格に任せた値段で売るといふ意味であるというところであつたのならば、原則的には私も全く

同感でございます。

先ほど来問題になっておりますような個人株主の保有をふやしたいとかいうようなことは、いわば市場原理が本来期待されているような働きをしているならば当然に回避できるはずのものであり、そうして、それにもかかわらず出てくるものであるならば、それはある程度仕方ないこととして受け入れていいことだというふうに私は基本的に考えております。ただ、そうはいましても、現実の市場の中にはしばしば理屈どおりになつていない部分というのがございまして、やはりそれに対しては政策的対応が必要な場面というのは若干は出てくるかと思ひます。しかし、原理的にはおっしゃるとおりだと思います。

○本平八郎君 時間はあるのですけれども、最後に一つだけお伺いしたいのは、こういうケースを仮に学生のセミナーで先生がケーススタディとして指導される場合、これはNTTじゃなくて外国のある架空の会社でもいいんですけれども、どういうタイミングでどういうふうな処分していったらいいだろうと、その外国の政府にアドバイスされるとすればされるか、あるいはそのケーススタディの中ではどういうふうなリードされるかということ、差し支えない範囲で御意見を伺つて、私の質問を終わります。

○参考人(津村英文君) 実際にやってみたことがないケースでございますので大変難しいんですが、恐らくタイミングとしては、非常に月並みなことしか出てこないと思ひます。

一つは、国民経済全般について楽観的見通しが存在しているとき、そのことが証券市場においても反映して市場が活況を呈しているとき、特に売買株数ないし金額が増加傾向にあるとき、それからほとんど同じことにならうかと思ひますけれども、金融政策面からも資金の供給が比率的緩和的状况にあるとき、そういったような条件がタイミングとしては必要なことだらうというふうに思ひます。

○委員長(藤井裕久君) 以上で参考人に対する質

疑は終了いたしました。

参考人の方々は、長時間にわたり御出席を願ひ、貴重な御意見をお述べいただきましてまことにありがとうございます。委員会を代表いたしまして厚く御礼を申し上げます。

本日はこれにて散会いたします。
午後四時二十七分散会

昭和六十年六月二十八日印刷

昭和六十年六月二十九日発行

参議院事務局

印刷者 大蔵省印刷局