

郵政民営化委員会（第49回）議事録

日時：平成20年11月26日（水） 10：00 ～ 12：30

場所：永田町合同庁舎3階 郵政民営化委員会会議室

○田中委員長 これより郵政民営化委員会の第49回会合を開催いたします。

本日は、委員4人の御出席をいただいております。定足数を満たしております。

それでは、議事を進行させていただきたいと思っております。

本日は、郵政民営化の進捗状況等について、総務省、財務省及び市場関係者からヒアリングを行います。

まず、総務省から諸外国の郵政事情の状況につきまして、ご説明をいただきたいと思います。

情報流通行政局郵政行政部郵便課の近藤国際企画室長にお越しいただいております。それでは、よろしくお願ひします。

○近藤国際企画室長 近藤と申します。どうぞよろしくお願ひいたします。

それでは、お手元に「諸外国の郵政事業の状況」という資料を配付させていただいておりますので、これに沿って説明させていただきたいと思っております。

説明させていただく主な内容といたしましては、各国における郵政事業の経営形態の現状ということと、それを説明する中で、それぞれの国において課題として抱えている郵便局ネットワークの状況ですとか、最近のトピック的な項目について触れながら、ご説明をさせていただきたいと思っております。

ページをめくっていただきまして1ページ目なんですけれども、こちらの方に主要国の郵政事業の経営形態について、簡単に取りまとめておきました。真ん中あたりをご覧いただきたいんですけれども、経営形態という欄をつくっております。ここで郵便事業、それから郵便局、貯金というふうに書いております。

それぞれの国につきまして表にしているんですけれども、経営形態の郵便事業のところの特徴的なのは、まずオランダにおきましてオランダのTNTは現在、政府との資本関係が無いということになっています。これは2006年に株式を、今まで政府が保有していたものを市場において売却しております。現在は政府との資本関係はないと。それ以外のところは何らかの形で政府との関係が継続しているというのが全体を見渡した上での特徴的な点になります。

それから2点目、郵便局についてですが、全体を俯瞰して特徴的なところは、イギリスはロイヤルメールの100%子会社という形になっておりますけれども、それ以外の国は基本的には郵便事業の店舗という形で運営されています。ただし、オランダのところでは、現時点ではロイヤルTNTポストとポストバンクの折半出資会社という形での郵便局の運営がなされているんですけれども、今後はロイヤルTNTポストが基本的には郵便局を運営していくというような方向にあります。これは後ほどオランダの国別のところでご説明する時に、もう少し細かくご説明したいと思います。

それから、貯金には特段、これといった特徴というよりは、それぞれの国においてそれぞれのパターンがあるという形になっています。

今回、米国については具体的な資料は用意していませんが、米国はUSPSという形で1971年に設立された後、ずっと基本的には国営という形で進んできてまして、店舗数も大体3万6、7千ぐらいで、若干の減少はあるんですけれども、大きな変更はない、そういった状況になっています。

では、順次、2ページ目以降、イギリス、ドイツ、フランス、オランダ、ニュージーランドという形で説明していきたいと思います。

まず、イギリスなんですけれども、右側の沿革・組織のところをご覧いただきたいんですけれども、沿革といたしましては1969年、およそ40年前に郵便電気通信省から郵便と郵便振替という組織とそれから貯金という、言ってみれば貯蓄部分を切り離したということになります。それから1985年には、さらに郵便振替部門を切り離したと。さらに1987年には窓口部門を切り離したということで、どんどん切り離していった結果として残ったのが郵便事業部分となります。これは郵便公社という形だったんですけれども、これを2001年にコンシグニア、名称がちよっとわかりにくいんですが、その翌年の2002年にはロイヤルメールという名前になっておりまして、これがロイヤルメールという現在の名前で存続しているものになります。

時系列だけだとちょっとわかりにくいので、現状のところ、左側の図をご覧いただきたいんですけれども、現在の郵便会社の概要ということで、今、申しあげましたロイヤルメールは国が100%持っているものの持株会社という形になってまして、その持株会社の下にロイヤルメール・グループという事業会社がございます。先ほど申しあげましたように1987年に切り離されている部分である郵便局会社がロイヤルメール・グループの100%株式保有の下で子会社ということで位置付けられております。これが冒頭に申しあげましたように、他の国と比べた場合のイギリスの特徴というものになっています。

そして、右下の経営状況ですけれども、全体といたしまして売上はロジスティクスですとか小包によって伸びておりますけれども、郵便局会社の部分はかなり経営難ということになっています。具体的には社会保障関連の給付金の口座振込方式への変更ということがございまして、これによって手数料の収入が減ってきているということになっています。

1枚めくっていただきまして3ページ目なんですけれども、言ってみればイギリスが抱えている課題の一つになると思うんですけれども、現在、政府におきましては郵便局ネットワークをいかに維持していくのかということが課題になっています。

具体的には1999年から2007年までにかけてまして、郵便局ネットワークを維持していこうということで、政府として総額20億ポンドの投資を実施しております。これによりまして、郵便局のコンピューターシステムを他の銀行などと接続することによって、より郵便局そのものを一般の方々に活用していただきやすいようなネットワークの構築ということをやっております、20億ポンドの投資にはそういったコンピューターシステムへの投資や、地方の郵便局ネットワークを支援するための助成金といったものも含まれています。それが2007年までだったんですが、これを継続的にやっていくということで、全国の郵便局ネットワークを維持するために、引き続き2011年まで最大17億ポンドの投資をやっていくということも昨年決定されております。

そういった形で、政府として一生懸命ネットワーク維持のために投資をしているんですけれども、それでも2007年5月時点で1万4,000局あった郵便局のうち、最大で2,500局、大体17%程度に当たりますけれども、それを2007年夏以降18カ月以内に閉鎖するという形で、かなり局会社としての経営が悪化しているということになっております。下のグラフをご覧いただければ大体わかりますように、1999年から2007年までにかけて継続的に減っておりまして、30%弱ぐらいの郵便局数の減少が見られます。

資料をめくっていただきまして4ページ目なんですけれども、イギリスはそうした形で郵便局ネットワークの維持が一つの課題なんです、それと直接ではないんですが、1つ関係するものとして、一般の方々の金融排除、フィナンシャル・エクスクルージョンへの対策、言ってみれば誰でも金融サービスにアクセスしやすいようにという政策をやっております、そのために郵便局を活用していこうということに取り組んでおります。

1999年には財務省の報告書で、郵便局を銀行口座へのアクセスチャネルの一つとして提供していこうと。これが先ほど申したコンピューターネットワークへの投資と関係してくるんですけれども、そういったことを報告書に書いております。それが2001年5月には政府と銀行の間でユニバーサルバンキングの提供について合意ということで、具体的にはその流れといたしま

して、2003年4月以降、郵便局でその下に書いてあるようなサービスの提供を開始したということですが。

サービスされている具体的な中身は、基本銀行口座、ちょっとわかりにくい用語なんですけど、言ってみれば口座を開設する要件が比較的緩やかな口座になります。そうした口座ですとか、当座預金口座のサービスが受けられるようになっていきます。これはそれぞれ郵便局と銀行の提携関係のもとでのサービス提供というものになります。

それから、一番下にPOCAというPost Office Card Accountというものがあるんですけど、これは誰でも審査なしに開設可能なんですけれども、言ってみれば給付金や国の年金ですとか、税額の控除の受け取りのみが可能な口座になっておりまして、郵便局会社はこれをやることによって、政府から手数料をもらっているということです。ただし、その契約は2011年で終了する予定になっていたところ、現在その契約をなくしてしまうと、郵便局会社が年間およそ280億円程度の収入減ということなので、収入減になってしまうと具体的には3,000局程度の郵便局の局数の維持に関わってくるということで、その契約を継続していくということが決定されております。

資料をめくっていただきまして5ページ目、次はドイツなんですけれども、ドイツの方は同じく右側の沿革・組織の方からご説明いたしますと、1995年にドイツポストとそれからポストバンクというものが全株政府保有の特殊会社として郵便電気通信省から分離されております。その後、ドイツポストとポストバンクの間で、言ってみれば郵便局の窓口における手数料、どちらがどれだけ払うのかといった形での紛争が生じて、多分、想像ですけれども、なかなかお互いがうまくいかなかった面がありますので、ドイツポストがポストバンクを100%子会社化したのが1999年になります。

その後、ドイツポストは100%子会社化したポストバンクの株式を50%プラス1株、これは黄金株でも何でもなくて、純粹に過半数という意味での50%プラス1株なんですけれども、それを保有しておりました。それに対して今年9月に29.75%をドイツバンクに売却を決定しております。左側の概要をご覧くださいますと、今、申しましたドイツポストというのは、政府の金融機関であるKfWが30.5%株式を保有している組織になっておりまして、この事業会社の下にポストバンクが位置付けられているということです。

資料をめくっていただきまして6ページ目です。ドイツの郵便局ネットワークはどうなっているのかということなんですけれども、1990年の民営化後、10年で下のグラフをご覧くださいればわかりますように、郵便局数はほぼ半減しております。1998年の時点で1万5,000局を切

っているんですけども、この時に、このままではいかんということで、最低1万2,000局を維持していこうということを義務付けるユニバーサルサービス令を施行いたしまして、その後は1万2,000局というものが義務付けられて今日に至っております。

ただし、今年1月に郵便市場の自由化がございまして、それに伴いまして具体的な郵便局数というのは実際に直営している部分と委託している部分があるんですけども、直営部分の設置義務というものを撤廃しております。それを受けましてドイツポスト自身は、今年8月に2014年までにはすべての直営郵便局を廃止して、委託局にしていくということを決定しております。ただし、局数としては1万2,000局というものは維持されてはおります。

資料をめくっていただきまして7ページ目、そうしたドイツポストをめぐる最近の動向なんですけれども、ドイツポストは先ほど申しましたようにポストバンクについて、50%プラス1株を保有してきておりましたけれども、今年9月に29.75%をドイツバンクに売却ということで合意しております。これについては、売却を合意したからすぐ売却してもいいというわけではなくて、連邦のカルテル庁の認可が必要で、認可を今月17日に受けておりますので、来年第1四半期中に売却の手続を完了するということを予定しております。

一方で、ドイツポスト自身の営業利益はどうかということなんですけれども、営業利益の予想によりますと、前年比10%減ということで下方修正されております。さらに言えば、ポストバンク自身もこの金融危機の影響を受けまして、2008年第3四半期の決算におきましては、大幅な赤字を出しているということで今月13日にはポストバンクは10億ユーロ規模の増資を実施して、ドイツポストが引き受けるということを予定しております。

資料をめくっていただきまして8ページ目がフランスなんですけれども、経緯としましてはやはり資料の右側、沿革・組織では、元々1991年に郵便電気通信宇宙省というのが当時あったのですが、そこからラ・ポストとフランス・テレコムが公社化されております。そのラ・ポストが現在に至るまで、国営的な公法人ということで位置付けられておるんですけども、そのうちの郵便貯金部分をラ・バンク・ポスタルという形で切り離したのが2006年、これが100%子会社としてラ・ポストの下に位置付けられております。このように、沿革と左側のラ・ポストの概要というのはあまり大きな変化があるわけではなくて、現状は左側にあるラ・ポストの概要のような状況になっておりまして、幾つかの子会社がございまして、法人向けの郵便ですとか、エクスプレスといった子会社を持っていますが、基本的にはラ・ポスト自身が郵便事業と郵便局の部分を持っています。

右下なんですけれども、経営状況につきましては郵便業務そのものは取扱数は若干減っては

おりますけれども、売上としては微増ということです。それからラ・ポスト全体としては利益がかなり調子がいいのか20%増になっており、9億5,000万ユーロ程度の純利益を出しているということです。

資料をめくっていただきまして9ページ目がフランスの郵便局ネットワークの状況ですが、10数年前からほぼ一定の郵便局数を維持しております。そのうちの内訳としては直営と委託、若干の変動はございますけれども、大体同じような局数でほぼ横ばいということになっています。

資料をめくっていただきまして10ページ目、最近のフランス国内での新聞記事を簡単にピックアップして取りまとめております。ラ・ポストは先ほど申しましたように現在、国営の事業体としておりますけれども、本年8月末に2010年を目指してラ・ポストを株式会社形態に変更して、2011年には株式を公開していこうということをラ・ポストの経営陣が政府に要望する意向を表明しております。それに対して労組といたしましては反対するというようなことがありまして、ストライキですとか署名活動、現在も11月22日からデモ行進等の抗議行動が実施されている次第です。そうした経営陣の要望を受けまして、政府としましては9月26日にいろんな方々、有識者ですとか、労組、国会議員、地方議員等を含めまして審議会を設置しております。その審議会におきまして、今月末までに大統領に対する報告書を提出する予定にしております。

資料をめくっていただきまして11ページ目、オランダですけれども、右側の沿革・組織、ちょっと細かく書いてありますけれども、大きく言いますと郵便関係と貯金関係に分かれております。郵便関係は1989年にP T Tポストが株式会社化されたという点と、それから1993年に郵便事業体であるロイヤルT N Tポストとポストバンクがそれぞれ50%ずつ出資いたしまして、郵便局会社 (Postkantoren BV) というものを設立しております。この辺が郵便関係としてのポイントで、1989年ですとか1991年等の細かく書いてあるのは、貯金金融関係の動きになっております。それで政府との関係、冒頭にちょっと申し上げましたけれども、2006年におきまして政府が保有していたT N Tの黄金株を含む株式をすべて市場において売却しております。

左側が概要としての図で、この左側にあるT N T、その下にある100%株式保有のロイヤルT N Tポスト、それから右側のI N Gグループ、それからポストバンク、このT N TもI N Gグループもすべて純粋な民間企業ということになっております。

右下なんですけど、経営状況といたしましては全体的な景気下降の下で減益状況ということになっています。

資料をめくっていただきまして12ページ目、最近のオランダの状況ですけれども、オランダ

におきましては現在の郵便局会社（Postkantoren BV）が250局ほどの直営店を持っているということと、それからロイヤルTNTポスト自身による委託店舗が1,850程度あります。合わせて2007年現在で2,000強の郵便局があるんですけども、前年比におきまして1,000の減少ということになっています。

それから、最近の動向といたしましては今年3月にロイヤルTNTポストが現在自ら委託店舗という形で1,850を持っておりますけれども、追加で750の新店舗の開設を発表しております。合計で2,600ということになるんですけども、そうした形で今後展開していくという話になっています。同時に、現在ある郵便局会社（Postkantoren BV）を2012年末までに、現在この郵便局会社が持っている250局をロイヤルTNTポストですとか、ポストバンクの自らの店舗ネットワークへ再編予定という形にしておりまして、言ってみればこの郵便局会社を発展的に解消していくというような方向になっております。

資料をめくっていただきまして13ページ目がニュージーランドになります。ニュージーランドにおきまして特徴的なのは、右側の沿革・組織におきまして、1987年の比較的早い段階で郵政省から郵便と貯金を分離しまして、それぞれ政府全株保有のニュージーランド・ポストとポストバンクというものを発足しておりますけれども、その2年後の1989年にポストバンクがANZ銀行というオーストラリア資本に買収されました。その結果、いろんな不都合があったのか、ニュージーランド・ポスト自身が100%出資して、キウィバンクという金融関係の組織を自らの子会社として別途設立しているというのが、ニュージーランドの特徴的な点かと思えます。今申し上げたことが、左側の全体図、ニュージーランド・ポストの概要ということになります。

資料をめくっていただきまして14ページ目、ニュージーランドの最近の状況なんですけれども、郵便局数に関しましてはすべてのサービスを提供するポストショップ、言ってみれば日本で言うと大きな支店で、それからポストセンターというのが簡易局に近いような感じかと思えますけれども、そうしたものがそれぞれ325局と656局ということで、数としてはほぼ横ばいで推移しております。

最近の動向ということでは、まず、今ご説明したとおりのポストバンクがANZ銀行に買収されたということと、それからそれを補う形でと申し上げたらよろしいのか、ニュージーランド・ポストの子会社としてキウィバンクを設立しているということ、そのキウィバンクはリテールバンキング商品を一般のお客様に提供していくということで、商品メニューを拡充してきているというような点と、それから本年10月29日から政府の保証制度の適用を受ける最初の銀

行の一つとしてキウイバンクが取り上げられているということです。

以上、駆け足になりましたけれども、ご説明とさせていただきます。

○田中委員長 ありがとうございます。

それでは、質疑といたします。

総括的にはいろいろご努力されて、それぞれの立場を新しい経営状況の中で見出しておられるということですか。

○近藤国際企画室長 各国がそれぞれの政策に基づいて行ってきた民営化なり、株式会社化なり、いろんなものがあると思うんですが、どうしてもいろんな問題が生じてきて、その問題に対してそれぞれの取組みをしていて、申し上げましたようにイギリスにおいては郵便局会社をいかに維持していくか、ドイツにおいては急激に落ちてきた郵便局数をどういう形で維持していくのかというような取組みが見られますし、そういった局数の話だけではなくて、ニュージーランドにおいては、キウイバンクを新たにニュージーランド・ポストの下に設置するという事で、お客様の利便性をいかに確保していくのかということも政府としても試行錯誤しているということかと思えます。

○野村委員 1点、ドイツのことを伺いたいんですけれども、6ページのところで委託郵便局に乗りかえていくというか、移行していくという説明がありましたが、委託の受け皿となっているのはどのような人たちでしょうか。

○近藤国際企画室長 それは正確には調べていないんですけれども、多分、一般の個人商店ですとか、キオスクのようなところですか、日本でいうと簡易局のイメージに近いような形で委託していくんだと想像しています。

○野村委員 たしか私も前にこの委員会で視察させていただいた時に、キオスクみたいなところでほとんどどこに郵便局があるのかわからないような、そういうような状態で隅っこの方に行くとか小包受付場所みたいなものがあるというような、そんなイメージだったのですが、そのような感じの理解でよろしいでしょうか。

○近藤国際企画室長 そうだと思っています。

○野村委員 それともう1点ですが、イギリスではなかったかなと思うんですけれども、局が無くなった後に移動郵便局みたいなものがかかり回って歩いているという気がしたんですけれども、日本でもその取組みがありますけれども、そういうやり方というのは海外では成功しているというふうに理解してよろしいのでしょうか。

○近藤国際企画室長 その点は3ページ目のイギリスのネットワークの状況の四角で囲ってあ

る3つ目のポツに書いておきましたけれども、過疎地向けにアウトリーチという呼び方で移動式郵便局ですとか、パブとかを使って郵便局のようなサービスを提供するというので、それらを新たに設置していくという、経営判断をしているということは、やっぱりそれはそれで成功というのか、一つの方向性として考えているんだと思います。

○野村委員 わかりました。ありがとうございます。

○富山委員 やっぱりとりわけ地方の過疎地とか中山間部の局をどう維持するかということが、多分市場の外部性なので、難しいことはみんな納得していると思うのですが、イギリスの場合の助成金ですか、例えば日本でもちょっと過疎地で私が体験した話で言うと、バスの話がありますよね。過疎地の足をどう確保するかというと、中山間部を大体民間のバスが走っているんですよ、田舎はなぜか公営ではないんですね。中山間部は公営バスは高いので走らせられないので、民間のバスが走っていて、そこに補助金等が出ているわけですけども、要は絶対普通にやったらペイしないところをそうやって維持している場合が結構あるんですが、この助成金ではそれと似たニュアンスなんですか、これはどういう感じでされているんですか。

○近藤国際企画室長 助成金がどういうふうに使われているかということですが、そのところは正確な資料が手元に無く、実際にお金そのものをつぎ込んでやっているのか、物で何らかの形で提供しているのか、すみません、そういうことはわかりません。

○富山委員 助成金の仕組みは、一見なるほどなと思う部分もあるんですけども、一つ間違えるとモラルハザードが起きるんですよ。要は幾ら赤字を出しても所詮補助金で回る仕組みになっていると、これも私が実体験した部分なんですけれども、ろくろく路線の見直しをしないし、結局だらだらと赤字の路線を走らせ続けることになるんですよ。だから何か工夫はしているのかなとちょっと思ったもので、そういう趣旨で質問したんですけども、どういうことをしているのかなと。要は所詮税金で埋めているわけですから、一番効率的に使った方がいいので、それをどういうふうに行っているのかなという、もしわかれば教えてください。

○近藤国際企画室長 すみません、正確な回答はわかりません。ただ、想像なんですけれども、もちろんモラルハザードをいかに予防するかというのは重要な点だと思いますので、当然補助金をどんどん入れるのではなくて、例えば補助金を入れる時に、どういうプランで、どういう形で郵便局のネットワークを維持するのか、どの地域で維持するのかということは議会とか、一定のパブリックな場でオープンになった上で、それに対してこういうところを補助しましょうという、そういうプロセスがあるんだと思います。

○富山委員 それは日本でもあるんですけども、だめなんですよ。もう1点、局会社と郵便

事業会社が並列にぶら下がっているというモデルはあまりないんですかね。

○近藤国際企画室長 ぶら下がっているというのは……。

○富山委員 英国は縦ですよ。ドイツは……。

○近藤国際企画室長 自分たち自らが持っています。

○富山委員 コストセンターでしょう。

○近藤国際企画室長 はい。

○富山委員 そういう意味で言うとオランダが微妙なのか、斜め横に……。

○近藤国際企画室長 オランダは、これまでは言ってみればイギリスと同じような形で下に付いていたんですが、それを今後発展的解消というように申しあげましたけれども、自らの中にもう一度取り込むという方向です。

○富山委員 コストセンターにしてしまうということね。ちょっと聞きたかったのは、日本とのインプリケーションということが大事だと思うので、ホールディングの下に横にぶら下がっている形になるので、現状の日本郵政のモデルというのは並列型ですよ。経営的観点でこういう組織設計をする時に、多分、中の店舗にとどめるということは、局はコストセンターというふうに位置付けてしまうことになるんですよ。

コストセンター型の管理をするということになるし、一方で局事業というふうにとらえた時に、それをプロフィットセンターとして管理するか、コストセンターとして管理するかは、多分、純粋に経営の観点で言うと2つの手法があり得て、これも当たり前なんですけれども、コストセンターでやるという時と、プロフィットセンターでやる時の違いというのは、プロフィットセンターというのは要はちゃんと独立採算でやりなさいよという、要するに自律的動機付けでやりましょうというモデルで、コストセンター管理の時というのは自律的動機付けは普通働かないので、したがって、経営のABCの議論として経営管理手法的にはプロセス管理をきちぎちにやるということになるわけですよ。

その時に、仮にプロフィットセンターとして位置付ければどうか。多分、その価値判断がきつとここにはあるんだろうなと思うのと、それからプロフィットセンター制をとる時にも、分社型でやる場合と、この先取り込んでいった時に、この人たちは要はもう完全純粋コストセンター的な位置付けにしてしまうのか、取り込むけれども事業部制みたいなものをとるのかどうなのかということは、ちょっと関心があります。オーソドックスな経営管理手法的には、純粋なコストセンターにするということはずごく危険なことなので、大変なんです。要は動機付けの無いところでコストを下げろということをやらなければいけないので、それをどうし

ていくのかなというのが質問です。

それで、仮にプロフィットセンター型で引き続き管理するのであれば、要は事業部制型でやるのか、カンパニー制でやるのか、あるいはカンパニー制でも非分社でやる場合と分社でやる場合があるんですね。そうすると、仮にもし彼らがプロフィットセンター型で今後も要は中に取り込んでいっても管理するのであれば、実は事業部制型のカンパニー制をとるのか、形式上分社をとるのかというのは、すごくありていに言うと管理上の手法の選択の問題に過ぎなくなってしまうので、ビジネスモデルとかの大げさな議論ではなくなってしまうんですよ。要するに彼らが今後どうしていくのかということ、もし分かったら知りたいなということです。

○近藤国際企画室長 わかりました。その意味で、今後、オランダはいい事例になるかなと思いますので、オランダについては今後の動きを見ながら、どういう形でロイヤルTNTポストの中に取り込んでいくのかをウオッチしていきたいと思います。

○富山委員 もしわかってきたら教えてください。

それとその観点でもっと極端なケースで言うと、完全分社化というモデルがあって、多分オランダの今までの形というのはやや完全分社モデルに近くて、よそとの合弁になっていますから、そうすると、完全分社モデルになった場合というのは、ホールディングからすると純粋に財務的な統治をしているだけなんですよ。

ですから、それこそGEホールディングに全然シナジーの関係のない事業が2つあるのと同じことになってしまうんですよ。消費者金融と飛行機のエンジンをつくるのに何の関係あるんだという世界になってくるので、多分そういう形態ではないでしょうね。いずれも何らかの有機的なつながりがある前提でやっていますし、多分、日本郵政の並列も完全分社モデルではないと私は理解しているので、基本的にはあの構造をずっと維持するという前提なので、そうすると多かれ少なかれプロフィットセンター型の管理をどういう形態でやるかという選択の問題に私には思えるんですよ。

ですから、その観点で諸外国の案件をもし把握してもらえれば、彼らが仮にプロフィットセンター型の管理をしていこうと選択をしているとすれば、それを今度は事業部制型でやるのか、形式上、法人格を分離するのかという経営管理手法の選択の問題に過ぎなくなってしまうので、そうするとどちらが全体の効率を上げて、かつ利用者の利便性を高める上でよりよい経営形態ですかということになると思うので、そこはもし分かたらウオッチしてください。

○近藤国際企画室長 わかりました。

○辻山委員 質問ですが、ドイツとフランスの例では、日本の事情と違って、いずれも金融業

務の比率がそんなに大きくない。これは当初からそういうことだったのか、あるいは金融業務がどんどん縮小してきたのか、それを教えていただきたいのと、ドイツとフランスを比べてみた場合に、ドイツのバンクは赤字に転落、一方で、フランスの方は必ずしもそうではないという、これは何か理由があるのでしょうか。フランスがかなり危機に強かったのか、その辺のことを教えてください。

○近藤国際企画室長 まず、1点目のご質問なんですが、金融業務につきましては、まずドイツの方は規模としては決して減っているわけではなくて、絶対的な額は増えております。今、手元ですぐにシェアは計算できないんですが、会社全体として、シェアそのものはパーセンテージとしては変わっていないかもしれませんが、絶対的な規模は増えております。具体的には2003年の時に76億ユーロから2007年に100億ユーロぐらいまで増えていますので、過去4年間で20%台の成長をしております。フランスにつきましては、フランスの金融は成長率としてはもうちょっと低いのかなというふうに思います。具体的には2003年に41億ユーロから2007年に47億ユーロという形になっておりますが、これも企業の中のシェアとしては多分あまり変わっていないのではないかなと思います。

それから、ドイツとフランスの2点目のご質問で、金融業務がどうしてフランスの方が若干強いのか、すみません、そこはよくわかりません。

○富山委員 中身がわかりませんよね。たしかドイツの方は、割と普通の地銀のようになってしまっている感じではなかったでしょうか。割と普通になっていて、フランスはまだ国有ですよ。

○近藤国際企画室長 国有ですね。国有の下に100%子会社ですから。

○富山委員 もしかしたら普通の貸出業務もやっているのですか。

○近藤国際企画室長 個人向けのみですが、そこには国の信用力みたいなものが何かあるのかもしれません。

○富山委員 もしかしたらポートフォリオの一般論で言うと、こういう国有銀行の方が安全資産を持っているケースが多いということではないですか。民間になっている方が信用リスクをとっている場合が多いので、昨今の情勢だと、ドイツの方が傷んでいる可能性が高いですよ。

○辻山委員 全体を調べていただいたということで、一長一短があると思うのですが、調べる過程でどこが一番いいモデルだという印象なののでしょうか。

○近藤国際企画室長 どこが一番いいかというのはなかなかお答えしづらいというか、私どもは一応ファクトとして、各国がどういう形でやっているのかというのをできるだけ淡々と調べ

るようにしておりましたので、経緯としてはこういうふうになっていますということしか言えません。

○田中委員長 よろしいですか。

本日はどうもありがとうございました。

続きまして、財務省から国債市場の動向について、ご説明をいただこうと思います。

本日は、理財局の貝塚国債企画課長にお越しいただいております。それでは、よろしく願いいいたします。

○貝塚国債企画課長 おはようございます。

本日、このような意見陳述の場を与えていただきまして、誠にありがとうございます。私の方は財務省で主に国債の年度の発行計画の策定、隣の国債業務課では日々の入札業務を行っているということで、本日は限られた時間でございますので、手短にゆうちょ・かんぽの国債市場におけるプレゼンス、それから民営化後、どのような影響があったのか、なかったのかということを中心に資料に沿ってご説明させていただきたいと思っております。

資料を用意させていただきましたが、これは皆さんよくご存じのお話でございますが、1枚目をおめくりいただきますと、日銀の資金循環統計からとった資料でございますが、ゆうちょ・かんぽが国債の保有という意味でどれくらいのプレゼンスを示しているかを示したものでございます。

資金循環統計の事情で民営化後は、ゆうちょとかんぽそれぞれの個別の数字が出ないことになっております。これは民営化後は、他の例えばみずほ銀行、三菱東京UFJといった銀行とゆうちょ銀行は同じ民間銀行だということで、個別の銀行の数字としては日銀の資金循環統計上出さないというようなことになったことによるものです。昨年9月末まではゆうちょ・かんぽ別の数字がありますけれども、それ以降は日銀の資金循環統計上は、個別に数字がとれないという格好になっております。ただ、ゆうちょ・かんぽの方でディスクロージャーで、それぞれどれくらいの保有があるのかということが公表されております。実際、数字は若干後で簡単にご説明しますが、集計方法が若干異なっておりますが、トレンドとして理解することは可能だと考えております。

資料を見ていただきますと、平成19年9月末、これは10月の民営化の直前の数字でございますけれども、ゆうちょで全体の22.3%、かんぽで9.4%と合わせて約3割の国債保有ということになっておりますので、いかに国債市場において両者のプレゼンスが大きく、かつ重要かということかと思っております。

下の方の数字を見ていただきますと、これはディスクロ誌からとった資料でございます、例えば18年度末の数字はゆうちょで資金循環統計上の数字と6兆円ほどずれがございます。これは2つほど要因がありまして、1つには上の方の日銀の資金循環統計上は政府短期証券、FBと称していますが、これが含まれておらない一方、ディスクロ誌の資料ではそれが入っているということが1つ、それから日銀の資金循環統計上は債券を時価で評価しておりますが、下のディスクロ誌の方では、例えば満期保有の債券については取得原価で評価をしているという、その評価の違いがあるということです。ただトレンドを見ることができるということで、これを見ていただきますと平成19年度末に向けてゆうちょ・かんぽともに国債の保有は増加傾向にあるということが見てとれます。

以上がゆうちょ・かんぽの国債保有者としてのプレゼンスがどれ位あるかという説明でございますが、次のページはゆうちょ・かんぽが民営化後の安全資産の運用をどうしているのかということ公表することになっておりまして、これはゆうちょ・かんぽがそれぞれ公表している数字を横に並べてみたというだけのものがございます。これを見ていただきますと、平成20年度の運用見込みというところで、国債についてはゆうちょが30兆円、かんぽが5兆円強というような運用見込みが出されております。

期末の見通しで、国債だけの期末残の見通しが無いわけでございますが、全体のトレンドでいくと、平成20年度は19年度の期末に比して若干減少する。つまり、運用する額以上に多分償還があるのだということになるかと思っておりますが、若干の減少という姿になっております。したがって、日銀の資金循環統計あるいはディスクロ誌上の国債の保有残高というのも、20年度末においては多少減少する可能性があるのかなというふうに見ております。ただ、ここで言っている数字がディスクロ誌にどう反映されるのかというのは、我々にとっては見通しがたいところもありますが、動きとしてはこのような動きになっております。

それで、本題でございます。我々として郵政民営化の影響が国債市場にどのような格好で出てきているのかということ进行分析とか、いろんな数字で見てみようかと思いました。1つは発行市場、これは入札がどういう状況になっているのか、それからもう一つは流通市場ということで次のページになりますが、実際に金利の動きがどのようになっているのかということでもあります。

数字だけを見ますと、まず入札のところの数字ですが、ここで取り上げた数字は緑の棒線がいっぱい並んでいるのと、青の折れ線グラフがある数字でございますが、緑の棒線というのが入札時の応募倍率、つまりこれだけ政府として発行しますよという時に、どれくらい民間投資

家の方から応札があるのかという倍率でございます。

青い線がテールと書いてありますが、若干特殊用語でございますけれども、このテールというのは入札の結果、平均の落札価格と最低の落札価格の差であります。見方としてはテールの数字が大きくなるということは、平均の落札価格と最低の落札価格の差が広がるということで、一般には入札が低調であったという評価になります。ですから、我々が入札を評価する、あるいは市場関係者が入札を評価する時には倍率が低いのか高いのかが1つ、それからテールの数字が大きいのか小さいのかということでもって、人気があった入札なのか、不調だったのかということを見きわめる格好になっております。

郵政民営化が平成19年10月にあった後、どれが郵政民営化の影響なのかということを見てとりにくい状況でございます。実は今、非常に金融市場が混乱しておりまして、去年夏からサブプライムの問題が出てきて、郵政民営化の影響をはるかに上回るような影響があり、むしろ金融市場の混乱の影響の方が大きく効いているという分析になろうかと思えます。

端的に言いますと、青い線で示しましたテールというのが20年5月あたり、それから20年9月あたりで大きくはね上がっております。前者の5月のあたりですけれども、ここは実はアメリカの金融不安が一時的でありますけれども、後退して、逆にWTI、石油の価格が急上昇して、グローバルにインフレ懸念が非常に強く出てきた時でございます。

実際に利上げ観測というのいろいろなところで出てきて、ECBなどは7月初めに利上げをするというような今では全く考えられないような状況でありました。そのため、それまで起こっていた国債に対する「質への逃避」という動きが若干逆転したような時期でございまして、入札時のテールも少し広がり、倍率も少し低下することとなっております。この間、やはりいろいろな金融機関、証券会社、投資家などのリスクテークの力がだんだんに落ちてきているという状況でもございましたので、入札倍率が低下するような方向に働いているということでございます。

それから、9月は皆さんの想像にかたくありませんけれども、リーマンが破綻をいたしました。実はリーマン破綻と同じ週に20年債の入札を行っております。結局、20年債のテールが大きく拡大するという現象が起こっております。

ということで、やはり金融市場の混乱の影響で、まず外資、ヘッジファンド等々が市場から退出するような動きがあるということと、それから、それによってボラティリティーが高くなり、日本の投資家、業者のリスクテークの力にも影響が及んでいるというようなことがありまして、この倍率が多少前の年に比べると低目に出ていたり、テールが瞬間的に高くなるという

ような状況になっているということで、必ずしもここで郵政民営化がどう影響したかというのは、なかなか見てとれない状況にはなっております。

ただ、いろいろとマーケットの声を聞いていますと、民営化後、やはり資産運用のやり方というの、それまで入札で平準的に買っていたという動きから、同じ量は買うにしても入札で買うのか、そうではなくて入札の後にセカンダリーマーケットで買って行くのかというところの判断を時々の金融情勢、金利情勢を見ながら、きめ細かく対応するというような動きになってきているようでありまして。それは金融機関としては当然のビヘービアだと思いますけれども、そういう度合いが民営化後、割と強くなってきているようなことを話として聞いたりはしております。ただ、これがなかなか数字をもって立証するということが難しいところでございますので、ゆうちょの方からも直接伺っていただければと思います。

次に、流通市場の方でございますけれども、これも今の話と全く同じ内容になりますけれども、特に例えば10年債の利回りで見えていただきますと、民営化後、金利が低下しているように見えますが、ここは基本的には夏から始まっているサブプライム問題の影響でいわゆる「質への逃避」が起こり、国債市場へ資金が流れているということで、国債の金利が低下していったということで、偶然、郵政の民営化がこのタイミングにあったというふうに見てとる方が正しいのかと思います。

それから、4月から6月にかけて10年債の金利が今度は逆に上昇しておりますが、これは先ほど申し上げたようにグローバルなインフレ懸念の方が台頭して、若干金融不安が一時的に後退した局面でありました。ここで金利が割と急激に上がっております。ただ、理由としてはそういうことで説明がついてしまうので、ここでも郵政民営化が影響して、こういう金利の動きになったというふうに見ることはなかなか難しいかと思っております。

それから、6月以降、また今度は金融市場の方、特にアメリカのG S Eの問題だとかA I G、リーマンの話、いろいろ出てきて、さらに、それに輪をかけて实体经济の方も相当弱くなってきたということで、インフレ懸念というよりはグローバルな景気後退の懸念の方が強くなってきたということで、国債の金利は低下するという方向で動いてきております。

現在は、今日あたり1.4%を切るような水準まで落ちておりましたけれども、1.4%から1.5%あたりの水準で金利は推移しているということで、なかなか流通市場の金利の利回りだけ見ている限りにおいては、郵政民営化の影響がどう出ているのかというのは見てとりにくい状況ではございます。ただ、やはり先ほど冒頭に述べましたとおり、ゆうちょ・かんぽともに非常に自分たちのプレゼンスが国債市場で大きいという認識を強くお持ちのようでありまして、

やはり自分たちのプレゼンスが大きくて、そこで何らか大きな動きをしてしまうと、それが自分たちの方にもはね返ってしまうということで、やはりその動きは慎重に、資産のポートフォリオを変更するにしても、徐々にやっていくというようなことなのではないだろうかと思っております。

我々としてもやはり発行体として、ゆうちょ・かんぽが資産運用についてどういう方向をとるのかというのはビジネス戦略の問題でしょうから、あまり我々から、こうだ、ああだという立場にはありませんけれども、あまり市場にインパクトの大きな格好で動いていただくと、実際市場にも悪影響が出る可能性もありますし、ゆうちょ・かんぽ自身に対しても、それは必ずしもプラスではないんだらうかと、こんな理解をしております。

最後に付けました資料で我々の方で投資家の方々からいろいろ声を伺うと、国債も今や全部公募入札ということで昔のシ団の時代とは違います。ということで、投資家あるいは業者から直接声を聞きながら発行計画を策定し、発行計画の変更を年度途中でもやっていくということをやっております。

この国債投資家懇談会に去年11月、つまり民営化直後からかんぽ生命とゆうちょ銀行にはメンバーとして参加していただいております。ご意見を伺うことをしております。ちなみに、この国債投資家懇談会の議事録というのはかなりフルの議事録を翌日に公表するというので、透明性を確保させていただいているつもりであります。

以上、非常に雑駁でございますが、説明とさせていただきます。

○田中委員長 ありがとうございます。

それでは、質疑をしたいと思います。

○富山委員 繰り返しになりますけれども、相対的には民営化後のゆうちょ・かんぽのことは市場の攪乱要因にはなっていないだろうと思ってよろしいですか。

○貝塚国債企画課長 現在のところ、そうだと理解しております。私の後にも野村なり、JPモルガンの方々が来られると思いますので、より生の声として伺っていただければと思います。我々が入札を通じて見ている限り、あるいはこの国債投資家懇談会なり、いろんなマーケット関係者からヒアリングをしている限りにおいては、今のところ大きな影響は出ていません。ただ、先ほど申したように若干ビヘービアを少し洗練されているというところで、局所的に「今回はあまりゆうちょの顔が見えなかったね」というようなことは時々にあるようではございますけれども、ただ、それが全体として投資を引いてしまっているということではなくて、先ほど申したように入札でやるのか、セカンダリーでとるのかというところを状況判断しながら

らされているということだと思います。

○富山委員 自然なことですよ。

それと、参考で知りたいんですけども、直接は関係ないのかもしれませんが、比較の問題としてトレジャリーボンド、アメリカの米国債の入札の状況とか、こういう動きというのはどんな動きをこの間にしているのでしょうか。もしご存じであれば。

○貝塚国債企画課長 テールはよくわかりませんが、倍率は比較すると日本の倍率の方が少し高いような気はしております。アメリカも時によって好調だったり、低調だったり、底流にはやっぱり増発懸念というのがどうしても最近はありますから、そういうものが多少影響するところはあるようでございますけれども、時々入札はまさに時々金融情勢に大きく影響するので、なかなか定性的なことが言えない状況にあります。

○田中委員長 よろしいでしょうか。

本日はどうもありがとうございました。

続きまして、株式上場、それから金融市場動向等についてのご意見等を伺いたいと思います。

まず、株式会社野村資本市場研究所の淵田執行役にお越しいただいています。

それでは、よろしく願いいたします。

○淵田執行役 よろしく願いいたします。

それでは早速ですが、本日3つ大きな柱がありますが、株式上場関連というところから始めさせていただきます。

資料を1枚めくっていただきまして1ページですが、株式上場とはどうあるべきかとか、その手のことにつきましてはたくさん教科書は転がっておりますので、それをここで繰り返すつもりは毛頭ございません。1つ強調しておきたいと思いますことは、一般企業の上場と共通の留意点でありますけれども、株式市場は多産多死でもいいということも時々言われるわけですが、やはり今の時代、上場というステータスに人々が期待することは、それなりの信頼感を持って、将来に向けて売買できる企業であるということではないかと思えます。

この辺のことは昨今新興市場で起きたことを考えると、とりわけ強調されなくてはいけないことだと思うのですが、華々しく打上花火のように上がって、それで消えていく企業というものは、上場のステータスはなかなか与えるわけにはいかないのではないかとこのことだと思います。その点はとりわけ国営企業の上場を考える場合においてはより重要になるのではないかと思えます。

一般企業の上場との重要な相違点というのは、何よりも内外からの高い関心を集めるビッグ

イベントだということ、それから巨額の規模であるだけに、将来の資本市場あるいは国民の資産形成に大きな影響を与えるということ、それから国はともすると高く売りたいという立場になりがちであって、しかし、多くの投資家となる国民にとっては、単純に言えばより安く買える方がいいということになるわけですから、どちらかの立場だけに立つわけにはいかない、この辺のバランスが必要であるということ、それから大きなイベントであり、かつ国が関わった機関が売却するということですから、国が資本市場をどう考えているかという、そういう基本姿勢が問われる機会ともなるということが重要な違いではないかと思います。

資料を1枚めくっていただきまして2ページ、どういう上場が成功なのかということですが、ともすれば高く売れるのがいいというような誤解が売却サイド、あるいはひょっとしたら多くのマスコミの方々とか、一般世間ではとられがちな嫌いが過去を考えるとあると思います。しかし、逆に安く買えるのがいいのかというと、当然そういうことでもなくて、やはりそもそも趣旨を考えますと、とにかく市場の評価にさらされる存在になるということ、そして多数の外部株主のガバナンスが発揮される会社形態に円滑に行くことという、そういう会社形態の移行というところが一番重要なことであるわけですから、あまりプライスというものに多くの焦点が集まってしまうのはいかなものかと思います。

プライスということであれば、とにかく実態を正確に開示し、コミュニケーションし、実態を正確に反映する株価での上場が円滑に実現するということが最も重要であるかと思います。ビッグイベントでありますから、過大評価、過小評価に振れかねません。夢や期待、魅力を強調するのがともすれば一般の企業の上場ではありがちなのですけれども、やはり国が関わるだけに、なおさら現実を正確にさらし、冷静な投資判断がなされる環境というものが醸成され、そうした中での上場が行われるのが一番重要ではないかと思います。

日本に限らず、世界を見渡しまして国有企業の民営化というのは、大きな禍根を残した例が枚挙にいとまがないという状況であります。したがって、今回はそういうことがないようにということに、最も注意を払う必要があるのではないかと思います。とりわけ郵政民営化という国家百年の計の締めくくりであります。これが高く売られたから成功だ、失敗だとか、そうした株価の議論に矮小化されることがないようにしなければいいなというふうに私は思っております。投資家による企業価値への正確な評価に即した上場となるかどうかということ、それを通じて円滑に会社形態が変わっていくということに最も焦点が置かれるべきことだと思います。もちろん、短期の需給インバランスへの配慮というのは当然必要なわけではありますが、それはできるだけ現場レベルの裁量という話になっていくのが望ましいのではないかと思います。

もちろん実態をさらす、それに見合った値段が付くのがいいといっても、その実態を上場のタイミングに向けて良くしていくことは、言うまでもなく重要なことだと思います。その場合も繰り返しになりますが、将来に向けて永続する会社であるということが人々に納得できるということだと思います。そして、そのことが正確に開示され、コミュニケーションできる企業ということになっていくと思います。

ゆうちょ銀行、かんぽ生命、それぞれやはりこれまでの姿を考えますと、普通の銀行とも違う、普通の保険会社とも違うというところがあるかと思いますが、その辺、なかなか将来性についての理解というものがすぐには潜在的な投資家において広がらないかもしれないというところもありますので、ゴーイングコンサーンとして、将来的にしっかりと日本の社会経済の中で位置付けられる会社なのだとということが納得されていくというところが、特に実態を良くするという点では重要なことかと思えます。

たまたま先日、企業年金基金連合会の方のお話を聞く機会があったのですが、上場とは何かということで、不特定多数の内外の投資家に長期的に期待リターンを実現し、情報開示等の責任を負うことであるということをおっしゃっていましたが、私がゴーイングコンサーンということとか、あるいは実態を正確に開示云々と申しているのと、まさに同じような考え方ではないかなと思っております。

このことを踏まえると、大きなポイントとなるのは内部統制、ガバナンスあるいはインベスターズ・リレーションではないかと思えます。市場、外部株主を十分に意識した経営に移行していくこと、それから上場企業としての透明性、コンプライアンス、例えばグループ内企業とのアームズレングスな関係の確立等が大きなポイントになってくるのではないかと思います。

国営企業だったからこそ一般民間企業の模範であるべきというところは、理想論ではありますが、やはりいかに民間企業に近づけていくかというよりも、そもそも国がやっていたんだしたら、民間企業が模範とすべきようなパフォーマンスといえますか、姿を示す機会でもあると思うのですね。国際的にも関心を集めるイベントということは先ほど申しました。日本市場の資本市場への哲学が問われるわけです。日本の金融資本市場の競争力云々というふうな議論も行われてきたわけでありましてけれども、こういうイベントの時において、ちょっと日本というのは違うねというふうに思われては、それこそが本当に競争力にとってはマイナスということにもなりますから、そういうことが問われるイベントだということに臨んでいくということではないかと思えます。

ちなみに、現状においても日本企業のガバナンスのあり方には、内外の投資家から依然とし

ていろんな批判の声があります。これについてはもっと自主規制を強化するとか、あるいは公開会社法が必要ではないかといった議論も展望されておりますから、そうしたことも念頭に入れていく必要があるのかなと思います。現行規制をいかにクリアするかというよりも、ベストプラクティスは何かということを追求する姿勢が大事かと思います。

以上、株式上場関連について簡単に申しました。

国債市場関連についてはもっと簡単なのですが、大きな影響はどうもないというのがいろいろ関係者の話を聞くと一致した意見のようでございます。ただ、ややうがった評価をいたしますと、影響がないといいことなのかというのは必ずしもそうではないのではないかと思います。良い意味で影響力のある存在となるということが大事ではないかと思います。目指すべき方向性というのは、高度に洗練された運用を行う国債市場の主要参加者ということではないかと思えます。

よく影響ということで、急に国債を売ってマーケットを暴落させるのではないかとか、そういうことが時々語られたこともありますけれども、そもそも洗練された投資家というのは、マーケットインパクトというものを一番気にしながら運用するものですから、そういうことは最初から心配する必要はなかったと思います。そういうことではなくて、大事なことはやはりマーケットにおける重要な参加者として、市場における正当な価格発見や市場機能の向上に寄与する役割を果たしていくということを、ちゃんとできているかどうかということだと思います。将来を展望した時、例えばですが、日本の財政規律が緩んで安易な国債発行が行われるような時に、それはけしからんと口で言うというよりも、投資家としてそれに見合ったシグナルをきちんと発する役割を担うことが期待されるのではないかと思います。それをマーケットへの影響と言うのでしたら影響ですが、それは決して悪い影響ではないと思います。

それから、1点付け加えますと、国債市場に限った話ではありませんが、現状評価ということでは今の金融危機というふうに言われている状況の中で、資本市場全体から見た、ゆうちょ銀行、それからかんぽ生命の投資家としての存在感が非常に高まっているのではないかという意見も聞かれました。元々資本市場というのは多様な投資家が存在することが大事なわけではございますが、どうも昨今は多くの金融機関、投資家がハイリターンを求めらる中で、結果的にハイリスクを抱え込んでしまって、身動きがとれなくなっているような状況もあるやに見受けられるわけですが、そうした中で、負債特性を踏まえまして、堅実な運用姿勢を貫いていく投資家が存在するというのは、大変貴重なことであるということが改めて評価されているのではないかということでございます。

洗練された投資家というのは、やはりしっかりした運用哲学を持つということ、それが変にぶれていかないということが大事なことでございますから、今後ともそうした投資家であられるということが期待されているのではないかと思いますし、そのことが資本市場全体にとってもプラスになっていくのではないかと思います。

3番目のテーマでございます金融コングロマリットですが、5ページのところではメリット、デメリットの一般論をまとめております。ここは省略しますが、言うまでもなくいろんな業務をやるから範囲の経済がある、つまり、リスクが分散されて低下するとか、あるいはクロスセリング等を通じて相乗効果があるといったメリットが語られる一方で、巨大になって複雑になって、経営管理もうまく効かなくて、よりリスクを抱えてしまって、一言で言えばコングロマリットディスカウントというようなことが起きるといったことが一般によく言われてきました。それから、そもそも5ページの下に書きましたが、コングロマリットのメリットと言われるけれども、別に資本関係を持たなくても業務提携すれば十分発揮できるのだから、別に大きな組織体を形成することはないのではないかとといったような指摘もございます。

それから、デメリットという場合は必ずしもビジネスとしてのデメリットだけではなくて、社会にとってのリスクというものも当然考えなくてはいけないということでございまして、健全性とか利益相反の問題など、外部不経済があり得るといことですね。これは当然、規制監督の関係からは特別な目で見られる存在になってしまうということもあります。

さて、その手の一般論はいろいろあり、理論的にもあるいは様々な実証的にも、過去にたくさん研究がなされていますが、1つだけ参考までに最近のちょっとおもしろいなと思ったものを手短にご紹介いたします。7ページの実際に分散効果というものがあるのかどうかという議論です。左の上に図があります。横軸にリスクつまり標準偏差をとって、右軸にリターン、ROEをとって、よくあるリスク・リターンの分布の図ですけれども、銀行持株会社だけだったらリスクが1.6でROEは8.1です。しかし、他のビジネスを組み合わせることによって、より低いリスクでより高いリターンが実現しますという機械的な計算でございます。

例えばAというのが7%目標リターン、Bがプラス2%で9%、Cが11%といったような話なのですけれども、例えばCのところというのはどういう業種分散をとるかということ、その下の表にありますように、銀行業、銀行持株会社を15%やって、ノンバンクを15%やって、小売業を27%やってといったことになり、Dのところは銀行は16%で小売を34%やるのがいいといった機械的な計算でありますけれども、確かに機械的に計算すると分散効果はある。より銀行業のリスクは減って、一方でリターンは高まるというような組み合わせが世の中にはあり得る

というアメリカの例であります。

右にあるのは、そういう全体の業種の中での分散ではなくて銀行業にプラスアルファ、何を組み合わせるといいことがあるのかという例ですが、真ん中にある総合小売業というものと組み合わせていくと、銀行業だけの場合よりも総合小売を例えば50%組み合わせると、ROEが銀行だけだったら8だったのが11.57になり、標準偏差はほとんど変わらないという話でございます。ただ、これは機械的な計算でありますし、それに伴う先ほどの経営管理のリスクですとか、あるいは公共政策上の問題というものを全く配慮していない話ではあります。

実際のところどうなのかというお話をご紹介しますと、8ページに銀行と保険の結合がいろいろありましたが、これは見直される動きが目立っております。シティグループはトラベラーズを売却しました。損保も生保も売却です。保険、証券、それから銀行一体の金融コングロマリットの誕生と華々しく報じられたわけでありましてけれども、保険というところは売って、昨今はそもそも他も売らなくてはいけないのではないか、という騒ぎになっているという状況でございます。

クレディスイスがヴィンターツール保険を売却したとか、それからアリアンツはドレスナーをコメルツ銀行に売却したとかいうことで、巨大金融グループを形成するバンカシュアランス、すなわち銀行と保険の一体経営というのは特にヨーロッパで話題になったことがありますが、過去の遺物となりつつあるといった論評も見られる状況でございます。

それから、銀行と証券会社あるいはノンバンクの結合ですが、今年だけの状況を見ますと、ベアスターンズがJ Pモルガンの傘下になったり、バンクオブアメリカがメリルリンチを買ったりといった状況、あるいはモルガンスタンレー、ゴールドマンが銀行持株会社を目指すといった状況がありまして、何かくっついていくようなファクトがあるわけでございますが、これは言うまでもなく特殊な事情でありまして、これを望ましいこととか、あるいは未来永劫、こういうことが一般的な状況として続いていくというふうに評価するのは難しいのではないかと思っております。

実際、銀行と証券会社が一緒のユニバーサルバンクと呼ばれていた中でも、それが問題ではなかったかという見直しもありまして、9ページの上ですが、UBSにおいてはウェルスマネジメント部門と投資銀行部門、それぞれ独立した組織として運営していかなくてはならないという判断をされています。というのも、ウェルスマネジメントで集めたお金が非常に安いコストのお金としてトレーディングの部門に、投資銀行の部門に回って、それでハイリスクの運用がなされて大きな損失を被ったということでもありますので、投資銀行部門がお金を集めたけれ

ば、自らの部門として、それに見合ったリスク、コストのお金を集めて、自分たちでやるという方針に大きくかじを切ったという状況があります。

銀行と事業会社の結合であります。1つ興味深い話は先ほどの事例、機械的計算をご紹介したこととも関係するのですが、アメリカの財務省は今年春に米国の金融規制を大幅に変えようという提言を出しております。その中でいろいろ規制構造を今よりも良い方向に持っていた中においては、預金取扱金融機関と事業会社の結合を許容してもいいのではないかとこのふうなことを言っております。過去、実際にこの2つがくっついてリスクが大きくなったという事は示されていないという指摘であります。アメリカにおいては来年、新政権発足後、規制改革が大幅に変わっていくと思っております。そうした中で財務省の提言というもの、ブループリントというものが一つのたたき台になると言われておりますので、この辺の動きは今後興味深く見ていく必要があると思っております。

もっとも、アメリカは非常に銀行と事業会社の結合を厳格に禁止しておりましたが、他の国ではある程度の結合は行われておまして、言うまでもなく日本においてはセブン銀行、ソニー銀行、イオン銀行といった事例がありますし、欧州においても特に小売関係ですとか、あるいは自動車業界から銀行業の参入というものが見られます。ドイツポストの事例というのは逆にポストバンクをドイツポストが売るということで、これは逆の事例かと思っております。この辺はどう評価するかというよりも、今回はいろいろファクトをご紹介するという事で並べさせていただきます。

ただ、総じて言いますと、どちらかという世界金融の潮流はコングロマリット形成に向かっている、金融グループの形成に向かっているかという、決してそういうことはないのではないかなというのが一般的な現時点での評価と断言していいのではないかと思います。

あとは参考資料でございますので、ご参考までということで。以上でございます。

○田中委員長 どうもありがとうございました。

それでは、質疑としたいと思います。

○富山委員 今回の金融コングロマリットの点なんです。この問題設定をしていただいた基本的認識として、従来の民営化前の郵政の構図というのは、まさに事業会社機能と銀行機能と簡保機能が全部一つになっていたわけで、ある意味では究極的なコングロマリット型であるという認識の中で、今後それを基本的には事業会社系と、これは郵便事業会社と郵便局会社ですが、それと銀行と保険に分けていこうというディスコングロマリットをやっているわけで、そういう脈絡の中でこの議論をされていると理解してよろしいんですか。

○淵田執行役 もう少し一般的に、金融コングロマリットの現状というところを、現状がどうなっているかということをご紹介するという趣旨で用意はさせていただきましたが、もちろん、こういうところの会議でのコンテキストを考えますと、そうしたことへの何らかの示唆があるかどうかということではないかと理解しております。

○富山委員 その脈絡で7ページ目なんですけど、このリスクの分散効果の議論はよくある教科書的な議論で、まさにそういうふうにおっしゃっていましたが、確認なんですけど、これは要は1994年から2004年ですから金融平時ですよ。とりわけ危機時の問題は倒産リスクということになるわけですが、それに関する分散軽減効果があるかどうかというのはむしろ疑問があるのですが。

○淵田執行役 そうですね。今、各種の金融モデルというのが破綻している時代でありまして、過去の何十年間のリスク・リターンを前提にあるモデルを組んだらトリプルシグマみたいなことが起きて、とんでもないことが起きているという状況ですから、そうした分析自体がどの程度意味があるのか、特に例えばリテールとそれから銀行業がそれなりに逆相関に仮になっているとしても、今現実には起きている今年の状況を見ると、みんなが同じ方向に向かっているわけでごさいます、下手をするとリスクがさらに倍加すると、そういう状況もありますので、特に金融規制監督という立場から考えますと、平時を前提に制度設計するわけにはいかないのではないかなと思います。

○富山委員 9ページの最後の事業会社との関係なんですけど、多分金融 - 金融の場合と金融 - 事業の場合とで違う側面が当然あるんだと思うんですけど、あえて金融 - 金融と金融 - 事業との違い、何かそんな理屈があって違うという議論をしているんだと思うんですけども、あるいは元々とアメリカでどちらかという金融同士もやや緩和方法に、昔の厳格なグラス・スティーガルの感覚からすると、また戻ってしまうかもしれませんが、流れとしてはヨーロッパを追いかけて緩める方向だったのではないですか。

ですから、同じような脈絡で銀行と事業に関しても従来ほど厳格にやらなくてもいいのではないかという、今となってみると極端にレッセフェールに振り過ぎたかなという感じもするんですけども、その流れで出てきているのか、先ほど言いましたように金融 - 金融と金融 - 事業というのはやっぱり違う特性を持っているので、違う規制のあり方があっていいという議論があるのか、どちらと理解すればよろしいですか。

○淵田執行役 重要なのは利用者の立場ということだと思います。そもそもどっちかという金融 - 金融が進んだということがあるのは、やはりユーザーにとって貸出も社債発行、株式発

行も資金調達ということではシームレスに考えた方がいいのではないかと、あるいはお金を預けると、運用してもらおうという立場から考えると、銀行に預金するのも例えばMMFを買うのも同じようなものでありますから、その窓口が大きく離れているのはいかがなものとかとか、利用者のニーズに立った時にある種の融合が起きてきた方がいいのではないかと、あるいはスワップ市場が誕生したりするなど新しい金融商品が生まれ、イノベーションの中で段々従来の金融商品の区別があいまいになってきたということで、過去の商品をベースに業態ができていた状況というのがいいのかということが段々見直される中で、自然と利用者ニーズということを見ると、ある程度融合が必要ではないかといった議論で始まっていたと思います。

一方で、銀行と事業についてはやはり非常に過去、問題になったことがありまして、つまり事業がうまくいかなかったから自分のグループの機関銀行からお金を借りてきたという問題です。まず、それで非常にこれは注意して考えなくてはいけないというのがありましたし、過去においては金融のニーズと事業のニーズを1カ所で提供することが本当にいいのかどうかというのがなかなか明確なニーズとして利用者からはなかったのではないかと思います。シアーズが靴下から株まで売る、ソックスからストックまでと言って一時売り出して、結局、それもうまくいかなかったということもありますし、長年、そもそも類似性のある金融の中でも融合があまりうまくいっていない中で、事業も含めていかがなものということだったと思います。

ただ、昨今、インターネットが出てきたり、新しいテクノロジーも考えると、従来のような銀行と企業、事業会社の区別を厳格に考える必要もあるのかどうかということになってきました。むしろ金融業というのがかなり金融に凝り固まった姿で、規制の影響もあって、本当にユーザードリブンなサービスができていたかどうかということもいろいろ批判される中で、インターネット等のテクノロジーを全面に出して、新しい発想で利用者の潜在的なニーズというものを掘り起こしていくといったような業態が出てきたとか、あるいはコンビニエンスストアというものが発達した中で、そこでは文字どおりワンストップで金融サービスというものを提供することが利用者のニーズに合っているのではないかとことを考えていく方々も出てきたということでありまして、金融 - 金融で考えて進んできたという面はありますが、昨今、そこはもう少し柔軟に考えていいのではないかとこの考え方が一部の業態では生まれてきたということではないかと思います。

先ほど言った機関銀行的なリスクに対しては、金融監督の方も工夫のしどころはあって、利益相反とかアームズレングスの関係等については、監督態勢というものの過去何十年間からの試行錯誤、ラーニング効果もありますので、そちらの整備が進んできたというのも、こういう

ことに対してより規制を緩和してもよいのではないかという環境が生まれてきたということではないかと思います。

○辻山委員 今日のご説明、特に株式上場関連のところですがけれども、金融二社がイメージの中に強くあるのかなという感じなんですけれども、先ほど総務省の方からヒアリングをさせていただいて、郵政事業の民営化というものを考えてみた場合に、日本は金融資産の比重が非常に大きいけれども、本来の問題は郵便局、郵便事業の方で、こちらの方がむしろ将来的には大きな問題として残っていくわけですね。そうすると、例えば3ページの金融二社のお話は別に置いておいて、今日のご説明の文脈の中では、やはりいずれここにあるような内部統制、ガバナンス、IR、それから透明性確保とか、そういった視点から見ると日本郵政の株式上場ということについても同じことが当てはまるという、そういう理解でよろしいのでしょうか。

○淵田執行役 本日はかなり一般論に近いようなことを申しましたので、当然、そういうケースについても特にここは違うぞという部分はないとは思って発言させていただきました。

○野村委員 上場とコングロマリットのことで、今日は大変興味深いご説明をありがとうございました。

それで、まず上場の件なんですけど、かねてから同時上場ということがずっと議論されていて、金融二社の上場に際して持株会社の方の上場も同時に進めていかなければいけない。同時というのは仕事が同時ということなのか、同タイミングということなのか、よくわからないんですけども、とにかく、持株会社も金融二社も上場しますという場合、どういう点に留意しなければいけないかということをもし参考になることがあったら教えていただきたいと思います。

○淵田執行役 すみません、私は勉強不足でその辺は、そもそもそこにこだわる理由は何だったのかとか、当時の経緯とか、きちっと勉強しておりませんのでよくわかりませんが、一般論としてまた申しますと、やはりそういうタイミングの問題になりますと、先ほど申した短期のインバランスの問題というものがどうしても入り込んでくるのではないかなと思ひまして、その辺は本当に実務的というか現実的な発想でお考えになるのが一番良いのではないかなと思います。こうあるべきというのは何かあるのかもしれませんが、一体そこにこだわるのが誰のためになるのか、より高次の価値があるのであれば、それはそれでマーケットに認識されないと独りよがりになりかねませんから、やはりマーケットを壊さないといひますか、影響の大きなイベントでございますから、投資家が納得するような姿で物事が進むのが一番いいのではないかなと思ひております。雑駁な今思ひつたことですので、すみません。

○野村委員 恐縮です、わかりにくい質問でした。

もう1点、コングロマリットの方なんですけど、先ほど来からいわゆる顧客の側の利便性というか、ワンストップサービスとかいう、そういう議論があったと思うんですけども、例えば住宅の展示場に行ったら住宅を買う気になって、そこで金融の話もできれば便利ですねという、そういうのはよくわかるんですけども、今、現行の法律制度でいけば銀行代理店という制度である程度解決されている部分もあると思うんです。むしろ本体の事業自体がそこで事業会社と金融というのが一体化するメリットというのは、もうちょっと踏み込んで言うとどの辺にあるのかというのを教えていただけますか。

○淵田執行役 私の個人的な意見は、これまでの事例を考えるとあまりないのではないかなと思っております。顧客の利便性ということで例えばユニバーサルバンクがいいとおっしゃる方もいらっしゃるのですが、本当にお客さんの立場に立った場合、その窓口に行ったら全部うちの系列の商品ですよと言われることが果たして一番いいことなのかどうか。やはり一つの窓口はいいのですが、そこに並べられているのは世界じゅうから集められた一番いいところの商品であるというのが、本当にお客さんの立場に立った利用者の利便性だというふうに思いますので、そういう姿をつくるには別に資本関係はむしろ無い方が客観的な、中立的な商品選択ができるわけですね。

したがって、投資信託においてそういう姿をオープンアーキテクチャーというのですけれども、昔は自社系列の投信ばかり売っていたけれども、最近はベストのものを世界から集めてきて販売すると、これがオープンアーキテクチャーですが、そういうことが本当の意味でのワンストップサービスではないかなと思っておりまして、あまりさまざまなリスクを冒しつつ、巨大な複合体になることがいいのかどうかというのは、よく考えなくてはいけないと思います。利用者の利便性というのは、実は単なる言いわけに過ぎなくて、経営者が巨大な会社を運営したかったとか、結構そういうこともあるようですので、気を付けなくてはいけないと思います。

○田中委員長 よろしいでしょうか。

本日はどうもありがとうございました。

続きまして、JPモルガン証券株式会社の菅野経済・債券調査部長 マネジングディレクター チーフエコノミスト、横山チーフ債券ストラテジスト、それから株式調査部の笹島シニアアナリスト、辻野シニアアナリストにお越しいただいております。

それでは、よろしく願いいたします。

○菅野経済・債券調査部長 本日はお招きいただきましてどうもありがとうございます。

それでは、私どもの方から、いただきました質問点に沿いまして、簡単にご説明させていた

だきたいと思います。その質問点の順番に従いまして、まず、銀行のアナリスト、笹島、次に生損保、非銀行部門のアナリストであります辻野、それから債券ストラテジスト、横山、私と、この順番でお話しさせていただきたいと思います。

○笹島シニアアナリスト それでは、普段上場している銀行株式を見ているアナリストの立場から、お話しさせていただこうと思います。

銀行や市場の関係者の方々に、おおよそ3点を問いかけています。1点目は収益源というのは何か、顧客は誰で、状況を把握しているかどうかということです。2点目は市場との対話だと思います。一言で言うと株価の変動の要因を把握しているかどうかということです。3点目は将来像を示しているかと。これは数字によって将来像を示すことが普段のIR活動ないしは経営あるいは事業活動の中でできているかどうかということで、ディスカッションする機会が多いポイントです。

まず、1点目に関して、各国の銀行の利益率と産業全体の利益率の関係を見てみると、各国の銀行の利益率はどうも産業全体の利益率と比例しております。つまり、銀行によく収益性を高めよという議論があり、私自身も昔は言っておりましたが、おそらく銀行だけに収益性を高めるのはなかなか難しいのではと。産業も含めて全体的に収益性を高めていかないと、やはり銀行あるいは金融機関の収益性も上がらないだろうと。なぜなら要するに銀行の収益の源泉は事業会社の営業外費用であるわけですし、やはり銀行が儲かる世界というのは企業が儲かる世界。それがやはり金融システム全体としては、健全な状況なんだろうと思っております。

よく日米の金融機関の収益格差をとらえて、邦銀の低収入を指摘する声が多いんですが、確かに結果的に米国に比べるとROAは低い状況であります。その大きな要因というのは預貸金の利ざやがかなり違うという状況です。それから、過去の経験で言いますと、日本の不良債権比率のピークが2002年です。それからアメリカは1991年ですけれども、当時の不良債権比率と、例えばROAを比較した場合、収益性が高い方がやはり問題を早く処理できるという意味でのバッファが高い。それはある意味で言うと車の両輪で、産業と銀行の収益性の改善がリンクした時に、早期改善が実現すると考えています。

翻って国内の話ですが、何となく日本でも同じような状況で、各地域の地方銀行の収益性と法人の収益性には比較的高い比例関係にあると思います。

地域金融機関を対象に話を絞ると、業務純益を総資産で割ったROAと、粗利益を総資産で割ったマージン率とは、比較的相関が高いというような傾向があります。このマージン率が高い金融機関ほど、経費率が高いということになっています。さらに、経費率が高い銀行ほど資

産規模が小さいという状況にあります。つまり、中小の金融機関が比較的多い地方に行くほど、地元企業としては取引環境が厳しくなるのではとっております。ですから、銀行経営に求められる自助努力のポイントとしては、やはりローコストオペレーションなのではないかと思っております。

2番目として株価変動の要因ということですが、実は各地域の中心的銀行の株価推移は、有効求人倍率と連動した状況がみられます。近隣の地域であっても、微妙に有効求人倍率のピークアウトあるいはボトムアウトが違っていると、それを反映して株価が異なって動くと。つまり、地方銀行自体はあるいは銀行自体はマクロ経済のいわゆる投資信託、パッケージになっていると理解しています。

大手銀行になりますと、1株当たりの純資産とPBRになっているようです。実は純資産の中には株の含み損益が入りますので、これが増減することによって、1株当たりの純資産が変化して、それに伴って株価が相関していると考えています。

また、最近の大手銀行では1株当たりの純資産以外に大きく変わった点として、サブプライムとか、あるいは直近では不良債権問題等などで、いわゆるバリエーションと我々は申し上げていますが、PBRが下がってしまいました。当期利益水準が下がってROEが低下したためと考えています。結果的に、ROEを反映した理論値と実績のPBRがほぼ同じになっており、株式市場は効率的なプライシングを銀行株に対して行っているということになります。

最後になりますが、3点目の将来像。大手銀行から地方銀行まで、時価総額の規模と総資産規模の相関が非常に高い傾向があります。ゆうちょ銀行を考えた場合に、こうした傾向が今後も続くと、郵便貯金の残高が将来的にどのぐらいになるのかということが、これからの議論の重要なポイントになってくるのでは、というのが私の見解であります。

以上でございます。

○辻野シニアアナリスト JPモルガン証券で保険株を担当しております辻野です。よろしくお願いたします。

私のセクションは、日本株保険セクターの現状とかんぼ生命の課題です。

生保は2社しか上場していませんが、時価総額は現在1.6兆円をもう少し切ってきています。上場損保合計も5.4兆円と縮小しています。では、どうやって株価が動いているかと申し上げますと、生命保険会社はエンベディッドバリューに対する倍率で評価される傾向があります。エンベディッドバリューは株価に連動して純資産の部分が増減しますが、そういったものを反映した予想EVに対して、一定のレンジを保っておりましたが、ここも低下傾向にあります。

理論的には生保の本源的な価値というのは、エンベディッドバリューよりは大きいはずと理解しています。なぜならば、エンベディッドバリューというのは純資産と契約価値を足したもので、将来利益を加味しているとはいえ、既に販売した契約しか勘案していないのです。そうはいっても、今、日本ではエンベディッドバリューよりも低い状態でトレードされております。

ヨーロッパでも、1年前と現在で見ますと株価E V倍率が非常に下がっていて、株価E V倍率が1倍以上だったところから1倍を大きく下回ってきています。一方でE Vの予想増加率も下がっています。E Vの成長に懸念が生じると、E V倍率が低下する傾向があります。

一方、保険セクターということで、やはり損保がどうなっているかということも無視できないでしょう。現在、ネッターセットバリュー倍率が1倍を下回った水準が続いております。サブプライム問題と日本株の下落とともにNAV倍率自体が下がってきています。これは会計上のROEが低いこととか、株式投資が大きいことによっても考えられます。

これが今現在の上場している生損保のサイズであり、バリュエーションのされ方ですが、それに加えまして重要なポイントというのは、他にも上場を計画している会社がございます。新聞でも報道されていますし、E Vも開示されております。上場生保の株価E V倍率が1倍を割れている中でも、それなりの規模になります。

では、かんぽ生命はどのようなサイズかといいますと、端的に言いますと、保有契約高では上場生保の合計の約1.7倍であり、大手生保会社の1社に大体近いような水準です。

エンベディッドバリューの構成要素にはもう一つ、純資産がありますが、純資産の規模は、かんぽ生命は3兆円あります。これは上場生保合計の約3倍に当たります。ここでちょっと特徴的なことを話しておきますと、E Vというのが純資産と既契約の合計ですが、純資産部分が大きいと、当然、E Vの成長率は低くなりがちです。

では、このかんぽ生命が上場するとしたら、月並みですけれども、成長戦略が一番のポイントです。長期の保有契約、新契約のトレンドは、今年度になって回復しています。実際、マンスリーでみると7月の新商品導入以降、持ち直してきているという傾向が見られております。

上場してきた生保というのは、上場する前から業界よりも保有契約のトレンドであるとか、新契約のトレンドが良好です。保有契約も増加トレンドの実績を示して上場してきております。

では、かんぽ生命にとりましては、何をやっていけばいいのか。まず、問題点、最大のチャネルが郵便局ですが、販売方針、販売体制をかんぽ生命はコントロールできるのでしょうか。郵便局では既に大手外資の医療保険を販売しています。また、かんぽ生命直販チャネルというのはまだ小規模です。また、ユニークな商品導入が望まれます。実際には日本生命と共同して

商品開発などもやっておられるようで、第三分野単品などを考えていると思いますが、現在、規制上は第三分野の単品を組成販売できません。規制が変わることを前提に動いているのですが、実際には、まだ何も規制は変わっていないというような状況にある。

コスト削減も重要ですが、これをかんばん生命がやろうと思った時に、郵便局と一体で販売しているのですから、一体でどういうふうに効率化するかということを示していく必要があります。単体でできないこともあると思います。

まず、郵便局と共同できる部分というのはやっていいんだと思います。民間企業で、例えば業務提携先との間で提携効果を最大限にするためにはどういった努力をするでしょうか。その努力をちゃんと外に示しています。といったことを考えれば、そういった努力をもう少しされていることが外に分かってきた方がいいというふうに考えています。

また、新商品なんですけれども、上場の前に一定程度の導入を行って、販売実績というものをつくっていく必要があると思います。そこで、やはりネックになってくることがありまして、現在の規制では単品の医療販売というのはできない。あとは保険契約金の上限の問題もあると思います。段階的には拡大をされていますけれども、まだ要望を出している状況に留まっているようです。規制が変わって、そして商品を申請し、そしてやっとなんか民間化委員会に適正かどうか問うてくるというところのプロセスが長くて、まだ進出していないのは今後の課題であると認識しております。

さらに、運用について、今回は債権運用についての質問ですけれども、1つポイントとして私が強調しておきたいことがございます。よくかんばん生命の資産配分というのは公社債の比率が高くて、株、外貨建ての比率が低いので、もっとリスクをとれるのではないかとというようなことが言われるんですけれども、重要なのは金銭の信託で数千億円ほどおそらく株を保有されている。その時価が大きく値下がりした時の純資産へのインパクトというのは、純資産規模からすると比較的大きいのではないだろうか。

もう一つ、かんばん生命は追加責任準備金を積み重ねております。逆ざやはありませんけれども、それに対応する追加責任準備金は積んではあります。そうはいっても、死亡保障よりも養老タイプが多いので、フローの利益に対して資産が非常に大きいという構造にございますので、運用リスクをとるには慎重な対応が必要。将来、この追加責任準備金に対する余裕とか出てきた時にはもう少しリスクをとって、超過収益を上げていくということが望まれてくるのではないかと考えております。

以上です。

○横山チーフ債券ストラテジスト 経済・債券調査部で債券金利のストラテジストを担当しております横山と申します。よろしくお願いいたします。

私の方からは資料4-2を用いまして、簡単にご質問の点であります国債市場への影響というところについて、2点、議論させていただきたいと思います。

まず、ここまでの影響というところなんですけれども、資料の2ページ目のスライドをご覧くださいんですが、総じて申し上げますと、旧契約に係る資産の運用を安全資産に運用することと定められていますことで、国債の安定消化には寄与していると思われまして、今のところ大きな影響は出ていないということが言えるのではないかと思います。

2ページ目のスライドは、10年債の国債の利回りを2003年から見ているものなんですけれども、最近の世界的な実体経済の悪化ですとか、またヘッジファンド等を中心としたレバレッジ比率の低下ですとか、また流動性の低下、こういった様々な要因からゆうちょ銀行、かんぽ生命の運用の影響だけを抽出するという事は非常に困難だとは思いますが、結果だけを見れば、過去5年間の長期金利のレンジというのは、あまり変わっていないというのがご覧いただけるかと思います。

次の3枚目のスライドですけれども、こちらは同じく10年債国債の利回り、これの1年間の実現ボラティリティー、変化率といいますか、変化幅を見たものでございます。単位は1日に長期金利が平均的に何ベースポイント動いたかという単位になってございます。こちら最近、長期金利のボラティリティー、下の赤い線のところが日本になりますが、やや上昇傾向にありますけれども、同時期の米国の方のボラティリティーの上昇の度合いと比べれば、さほど大きな問題となるほどではないのかなということも言えるかと思いますし、上がっている背景には海外投資家が減少したことによる影響等もあると見られますので、こちらの方にも大きな影響は今のところ見られていないということが言えるのではないかと思います。

次に4ページ目のスライド以降なんですけれども、相場とのコミュニケーションという点に関して、幾つか議論させていただきたいんですが、現在、市場参加者の債券相場の認識としましては、4ページ目のスライドは預託金残高の推移でございまして、預託金償還が今年度から実質、ゆうちょ銀行さんにおきましてはなくなり、貯金残高の方も減少傾向というような資料が既に公表されておりますので、認識としましても国債残高は減少方向だろうと。おおむね方向としては金利上昇要因とはなっても、低下要因になるということはないのかなというのが一応のコンセンサスになっていると思います。

また、もう少し細かく見ていきますと、特別貯金というのは安全資産で運用されるというこ

とですが、あくまで最低額であって、一気にそこまで減らされるということになれば、大きな影響があるだろうということなんですけれども、その残高減少のペースにつきましても、あくまで波乱となるような削減はないだろうというような暗黙の了解がコンセンサスとしてはあるのではないかと思います。

同様に次の5ページ目のスライドなんですけれども、こちらはディスクロージャー誌からつくりました、推定しました保有国債の保有額と平均残存年限なんですけれども、同様にこういった残存年限に関しましてもデュレーションが急激に大きく変わるとか、特に急激に短期化するとかいったようなことはないだろうと、ドラスチックな変化というのはないだろうという暗黙の了解がやはりあるのではないかと思います。総じてこうした安全資産の保有状況、運用計画の見直しの公表といったようなことの影響というのは、運用の今後の影響の方向を変えるものではない。すなわち、金利上昇要因とはなっても、低下要因にはなりにくいだろうという方向を変えるものではないと思いますが、市場にショックを与えないという意味では非常に重要といたしますか、有効なのではないかと考えています。

追加させていただきますと、民営化の議論が開始された当初というのは、厳しい財政規律を維持するという政府の方針というものを想定されていたのではないかと思います。現在、発行増の度合いにもよりますが、来年度以降、国債の発行が厳しい財政規律を維持するというよりはやや増加方向にあるのかなという中では、国債の残高減少のペースとバランスに関しては、より注意が必要な局面に入りつつあるのかなというふうに考えております。

次に、市場への影響の2点目であります運用の多様化の国債市場への影響ということなんです。どのような多様化かという点で3つほど分けて議論した方がいいのかなと考えています。経営戦略上の問題だと思いますので、それが正しいかどうかという議論は置いておきまして、ここまでの議論で見られますような株式や外債へのアロケーションを増やすという場合には、安全資産からそれ以外へのシフトということになると思いますので、そのペースが速ければ明らかに需給の悪化につながりやすい、国債相場への需給への悪化、こちらは悪影響というふうに言えるのではないかと思います。

一方、クレジット投資ということでありまして、例えば社債などを中心に金利商品の分散ということであれば、特に同じ年限のもの、3年の国債から3年の社債、5年の国債から5年の社債へというような入替えが中心であれば、信用スプレッド等に影響はありましても金利水準への影響というのは総じて限定的かなと考えられます。

また、3つ目、運用手段の多様化ということで、例えば金利スワップですとか、先物オプション

ョンなどのデリバティブに関しましては同じ金利商品、しかも国債に非常に近いところでの運用の多様化ということになりますが、手段、道具をなるべく多く揃えるという意味では重要と
いますか、有効と考えていますし、周囲への影響も扱い方によっては非常に軽微にとどめる
ことができるのではないかと思います。

例えば6ページ目のスライドは、国債の10年金利と10年のスワップ金利の推移でございます
が、緑色で示していますのがそのスプレッド、格差になります。右で何ベースポイントという
形でその差を示していますが、プラスになったり、マイナスになったりというような特に最近
はそういった動きになっておりますけれども、仮に一つの例としまして国債の売却、または金
利エクスポージャーを急激に削減しなければいけないということになった場合、国債の需給が
非常に悪くてスワップ金利の方が相対的に低い、国債の金利が相対的に高いといったような状
態の時には、まず金利スワップを払って金利リスク自体を削減、その後国債の利回りが低下し
たところ、もしくはスプレッドが縮小したところでスワップの受け、国債の売却を行うという
形で、当初の目的であった国債の売却を達成するとか、また極端にオプション市場の需給が良
すぎてといますか、極端に買われてボラティリティーが高ければ、債券を買う代替としてプ
ットオプションを売る、そういったことによって買わない期間中の金利収入を補完するとか、
様々な商品を機動的に活用することで運用効率を高めるのみならず、市場のフローの反対側
になるということで、市場への影響を最小限に抑える以上に市場の安定に寄与するといったこと
も可能になるのではないかと思います。

こういった代替金利商品に関してよく懸念されます流動性に関しましても、7ページ目に現
在の国債の残高と円金利スワップの想定元本額の推移を載せてございますが、金利スワップ等
につきましては過去10年ぐらいはかなり流動性が高くなってきておりまして、今回、今年3月、
9月に見られました市場の混乱時に国債よりも金利スワップの方が流動性が高いといったよう
な局面も度々見られたということをつけ加えさせていただきたいと思います。

私の方からは以上です。

○菅野経済・債券調査部長 エコノミストの菅野でございます。よろしくお願いたします。

私が簡単にお話しさせていただくことは、今後のグローバル及び日本経済の姿、それに郵政
民営化を展望した場合にマクロ経済環境の変化がどのように影響するのか、また、もう一つは
グローバルな金融コングロマリットの規制を我々民間サイドから見てどういうふう
に捉えるかという、その2点かと思いますが、簡単にご説明させていただきます。

まず、最初のページでございますのはごく足元の推移でございます。グローバル
金融産業

とグローバルPMIの図です。PMIというのはご存じのように企業景況観を表しております。これを各国のGDPで加重平均したものがグローバルPMIで、グローバル鉱工業生産の先行指標としてよく使われておりますが、ご覧のとおり足元の9月、10月と急落いたしております。いわゆるリーマンショックの前後で明らかに世界経済は大きな転換点を越えて、それまでの景気減速か後退かという議論から、むしろ景気後退の深さがどれぐらいかという議論に移っております。足元の10月から11月の瞬間風速としては鉱工業生産が年率で8%ぐらい落ちているというような、大体そのような状況でございます。

そして、2ページ目のグラフでございますが、今回の景気後退の一つの特徴は金融市場と実体経済の悪循環が始まっているということで、ここに示してありますのは資産担保証券（ABS）の спреッドでございますが、これが足元で急拡大しております。すなわち幾らFRBが大幅に利下げしても、なかなか末端には届かないという意味で、金融政策が効きにくいような状況になっております。

それから日本につきましては、私どものあくまでも見方でございますが、実は商工中金の中小企業月次景況観測という指標とGDPの前年比の相関が非常に高くなってしまっていて、ある意味では唯一、日本で一番パフォーマンスのいい指標を挙げろというと、この商工中金調べの企業景況感指数ではないかと思っております。この指標で見ますと足元の日本のGDPの瞬間風速は大体マイナス2%強でございます。これからさらに落ちることを考えると、瞬間風速ではかなり大きなマイナスが第4四半期、それから多分来年第1四半期に出てきそうだという形でございます。

もう一つ為替レートですが、4ページ目で足元でかなり円高が進んできておりますが、ただ実質実効為替レートという円のいわゆる実質的な対外競争力を見ますと、実は円はそれほどまだ強くはなっていません。日本ではかなり円安局面が長く続いたために、全体的な相場観でいくとかなり円高感が強い状況ですが、円は今ようやく過去の平均値並みに近づいてきたところでございますので、場合によってはさらに円高が続くリスクというのもあろうかと思えます。

これが今の雑把な景況観ですが、1つアメリカについて気になる点を申し上げますと、やはり今後グローバル経済を展望する場合には、アメリカではいわゆるサブプライムショック、住宅のショックとそれと信用ショックが2つ重なったものをサブプラムショックと呼んでいると思っておりますが、それともう一つ重要なのが家計部門のバランスシート調整の話でございます。5ページ目のチャートでございますように、大体80年代後半から家計部門を中心に、アメリカの民間部門の負債比率が大幅に上がってきております。今懸念されておりますのは、どうやら

アメリカの家計部門の負債を増やすことによって消費してきたという、そのパターンの持続が非常に難しくなってきたのではないかということで、家計部門のバランスシート調整が今ようやく始まりつつあるのではないかという見方が懸念で出始めております。

次の6ページが日本の経験ですが、日本も同じようなバランスシート調整を90年代以降やってきたわけですが、日本の特徴は非金融法人部門のバランスシート調整で、家計部門は比較的健全なバラスシートをほぼ一貫して持っておりました。日本では失われた10年というようなことをよく言われますけれども、結局それが何であったかということ逆をこのチャートから見ますと、一般企業部門がバランスシートを縮小してきたことがやはり非常に日本の経済の力強さを喪失させてしまったということが言えるわけです。その一方で7ページにありますようにそのバランスシート調整というのは非常に痛みを伴いますので、政府部門がその分負債を肩がわりして赤字を増やしていったということでございます。

アメリカでもこれからは家計部門がバランスシートを調整して負債を減らす局面に入りつつあるといえると思いますが、裏を返して言えば、これまで世界経済はアメリカの一種の過剰消費に依存して高い成長を遂げていたといえると思います。そのメカニズムがどうやら今後何年間かは期待できないという中で、果たして世界経済が今後うまくかじ取りができるのか、アメリカの公的部門がある程度その負債を肩がわりしますけれども、それが将来にサステナブルな成長パスを描けるのかというところが問われているのだと思います。

8ページにございますように、これを別の面からいいますと、アメリカの家計貯蓄率が80年代前半までは10%ぐらいで推移してきたのがその後急低下して、つい最近に0%になり、この貯蓄率がこれから急激に上昇するというように見られております。予測部分は私ども弊社の予測値ですが、果たして新しい均衡値がどこまで上がっていくのか、これは誰にも予測困難なところでございます。そうした中で、今後世界経済を中長期的に考えると、やはりアメリカの家計部門のバランスシート調整と世界経済のバランスというのが非常に焦点になってくると思います。

最後の9ページ目ですけれども、ただ、目先について見ると必ずしも景気の先行きが真っ暗ということではなく、足元の2008年から2009年前半にかけてはまだ深い谷を通過しないといけませんけれども、2009年後半にかけては、今世界の政府とそれと中央銀行が思い切った景気刺激策、金利低下策をとっていますので、少し景気は明るさを取り戻すだろうと考えています。

ただ、問題はそれがどのぐらい維持可能なのかということで、シナリオ1、2、3を示して

おります。メインビューはシナリオ1でございますが、ただダウンサイドリスクも非常に大きい状況です。果たしてこのダウンサイドリスクが軽減化するかどうかは、2009年の終わりから2010年にかけての多分予想される景気回復期に不良債権処理がどのくらいできるのかという点に依存すると思います。日本の経験からすると、残念ながら日本の金融機関は景気回復期に思い切った不良債権処理をしなかったというところがやはり問題を長引かせてしまったと思いますので、果たしてアメリカがどのような対応をとるのか、注目されております。

最後にコングロマリット規制の話ですが、日本については私ども金融機関の側からの印象でございますが、いわゆる銀行・証券のファイアウォールにつきましては、最近、金融庁のいろいろな諸施策のおかげで、少しずつですが、ファイアウォールの規制緩和というのが進んでまいりまして、日本でもようやくユニバーサルバンキングがしやすい環境になったという点で、非常に大きな前進があったと思っております。

一方、今度は海外に目を転じてみますと、サブプライムローン問題が起き、アメリカで金融危機が起きたわけですけれども、その一つの原因として、特にアメリカでの金融当局の監督の重複と、また逆にそれが不十分な部分が非常に注目を集めております。その結果としての流動性危機に対処するために、FRBが非常に懸命となって流動性を供給しているわけですが、そのためには銀行ライセンスがないとFRBから直接の資金供給が受けられませんので、今こぞってアメリカではいわゆるノンバンクがバンキングライセンスを取る、あるいは銀行持株会社をつくって、銀行ライセンスを取るという動きが出てきております。その意味でFRBの銀行監督としての役割が今非常に高まってきておりまして、世界的な傾向としては中央銀行が銀行監督の役割も一部兼ねるような、そういう潮流になっているかと思っております。

以上でございます。

○田中委員長 短時間に非常多くの説明をしていただきましてありがとうございます。

それでは、質疑をしたいと思います。

○富山委員 何点かあるんですが、議論の目的とも関連しますが、あえてチャレンジングな質問をしようと思っているんですけども、多分、かんぽ生命、ゆうちょ銀行ともそうなんですけれども、株価形成の件でエンタープライズバリュー、企業価値ということになると思うんですが、仮に企業価値を規定する3つ要因があるとすると、私は成長性というご指摘の指標と収益性という指標と、多分もう一つは健全性・安定性という指標があると思います。特に金融機関、特に銀行に顕著かと思うんですが、確かに規模が大きくなると経費率は下がるんですが、一方で、過去、日本の金融機関が特に1980年代、90年代に直面した問題というのは、規模を要

するに拡大する過程でおそらく信用コストがすごく潜在的に増加していて、要は地銀の強みって知っている人にしか貸していないという強みなわけで、当然都市銀行が田舎へ出ていけば知らない人に貸さなければいけないということになりますので、それがスコアリングで克服できたかという、やっぱり現実に克服できていないという問題があって、トレードオフがある。それともう1点、今回の金融恐慌もそうなんです、歴史を見るとやっぱり10年か何十年かに1回、恐慌的な状況が起きるのがこれまた歴史の法則ですので、そこで株が紙切れになってしまったら意味はないという観点からすると、やっぱり、健全性・安定性という指標は実はもっと見直されていいのかなと。

逆に言うと、どうしても株式市場はショートメモリーなところがあるので、どうしても成長性とか収益性は、多分今やROEが一番流行っている指標なんでしょうけれども、つつい成長性・収益性指標に偏り過ぎる傾向がやっぱりあって、多分今回のゆうちょ・かんぽの問題というのはかなり20年、30年、それこそかなり長い目でどう評価されるべきかという視点がどうしても必要だと思うんですが、その観点からすると、今日のご議論はどちらかといえば割とオーソドックスな成長性・収益性で議論されているんですが、健全性という視点で見た場合に、私個人の意見としてはここにもっとウエートがあってしかるべきですし、そういった観点から、ゆうちょ・かんぽを見ていった時に、また違った見方、評価があってもいいのかなとちょっと思ったりしたものですから、その点に関してある意味でちょっとチャレンジしているんですけども、どうのご評価があるのかということが1つ。

それから、あともう1点、これも笹島さんの議論、この点は実は私もそのとおりで思うんですが、やっぱり銀行業の収益性はすぐれてGDPドライブなんですよね。とりわけ名目GDPにドライブされていますので、ちょっとやや短期的な議論になりますが、多分今またデフレが日本はひどくなっています、またGDPデフレーターがマイナスの方向に大きくなっている、そういう意味で言うと、すごくある意味では基本的な収益環境としては、誰がやっても難しい状況にしばらく入るのかなという感じがします。

そのご意見をいただきたいのと、それから最後に菅野さんにご質問なんですが、不良債権の処理のスピードの問題なんですけれども、まさに実体経済の方に及んでしまっている、不良債権問題になっているとすると、この手の不良債権処理は銀行側の処理だけでは済まなくて、債務者側のまさにご指摘になった過剰債務の解消という問題をクリアする必要がある。すなわち究極的な不良債権処理は進まないんだと思うんですけども、私も確かに当事者だったので何とも実感で申し述べると、実は債務者側の処理はすごく手間と時間がかかる現実があります。

そうすると、仮にすごく賢明な政策対応をしたとしても、やっぱりそれこそ年単位の時間がかかるのではないのかなという気がしているんですけども、その辺、どういう見方をされているのちょっと伺いたい。

以上、大まかに言うと3点です。

○笹島シニアアナリスト 私の方からまず1点目の健全性、おっしゃるとおりだと思うんですね。おそらくこの1年ぐらいで、従来は株式指標ではP E Rを見ていたと思うんですが、P B Rの方を重視するようになってきたと思いますね。景気がある程度いい時とか、好調に拡大している時は、成長性ないしは収益性の議論が中心となり、株価が時に上の方にオーバーシュートするケースがあると思います。おそらくこの1年間ないしは2年間ぐらいはそれが是正されて、あるいは是正され過ぎて、P B Rが1倍を割れている企業が続出しているというような状況だと思いますね。

そこで言うと、2点目の問題として、我々あるいは市場参加者が冷静になって見なければいけないのは、資本の質なんだと。おそらく次の展開として、今の日本の企業ないしは日本の銀行が抱えている資本が、いわゆる通常の事業活動を通じて出てきた当期利益や剰余金という形で積み上がった、ないしは資本市場から適正に調達した資本かどうか、資本の質などに注目がいくと思いますね。株式市場の視点が時に変わり、変わった時の環境が悪い時には、特にその傾向が強まると思います。

それから、2つ目のG D Pドライブということ、例えば中小企業の倒産というのは実質G D Pとかなり連動している傾向がありますし、やはりG D Pが悪化していく過程になると、業務純益のレベルでは、もちろん貸出が伸びないとか、あるいは例えば手数料が増やせないとかあります。業務純益の下のレベルでは不良債権処理が増えてしまう可能性があります。まさにおっしゃるとおり、G D Pの呪縛から逃れられないセクターが特に私は銀行だと思っています。ですから、結果的に私はG D Pないしはマクロから見るというようなアプローチをとっています。

そうなった場合に、やはり最初の富山委員のポイントに行くんですけども、やはり健全な資本がどれだけ保たれているんですかと、あるいはリスクバッファがどのぐらいあるんですかという基本的な議論に多分戻ってくるんだと思いますね。ですから、過剰資本というのがたまに出て自社株買いすべきとか、配当性向を上げるべきとかという話になるんですが、やはり適正な資本あるいは必要な資本、十分な資本というのを保ったまま、経営を改善していくというのが金融機関あるいは金融システムの考え方の基本的なスタンスだと思いますね。

○菅野経済・債券調査部長 それでは、アメリカの不良債権処理にどのぐらいの年限を必要とするかという点についてお答えしたいと思います。日本の場合には先ほどのチャートにもございましたように、日本の企業部門の過剰債務の本格的な処理が始まったのは、1997年の金融危機が起きてからで、実際に企業部門のバランスシート調整の目途がついたのは2005年あるいは2006年です。10年近くを要したわけです。アメリカの場合の債務者というのは家計部門ですが、実は家計部門のバランスシート調整というのはまだ世界でもあまり例がございません。これまで過剰債務というと企業、金融機関、あるいは政府、（中南米とかアジアの危機がその典型です）が中心でした。

そういう意味ではあまり参考になる例はありませんが、私どものモデルで貯蓄率がどこまで上がるかというのを簡単に試算したものがございまして申し上げますと、来年の2009年末で4、5%、それから2010年末に7%強というのが今の私どもの一つの見方でございます。ただ、果たして調整がどこでこれが終わるのか、新しい均衡値がどこになるのかということは、今のところははっきりしたビューというのを持つことは難しいと思います。

一つの目途として仮に80年代前半までの数値である10%まで貯蓄率が上がらなければならないとすると、さらにまだそれから1、2年要するというので、家計部門のバランスシート調整は早くても2011年ぐらいまで、すなわち、あと3年強、場合によっては4年ぐらいかかるのかもしれない。これは単純な計算結果ですが、90年代の日本と違いますのは、マーケットの反応というのが非常に速いので、多分日本のように10年もかけてはいられないと思います。すなわち、既に家計向けのローンの供給が細ってきております。その結果として住宅とか自動車とか、売れ行きが当然悪いわけです。ただ、逆に言うと家計部門の調整が非常に速く進んでいるということにもなっております。

一方、私の個人的な考えですが、アメリカのバランスシート調整と株価は切り離して考えるべきと思っています。家計部門がバランスシートを調整する中でも、先ほど申しましたように政府支出を増やすことにより、それなりに景気が戻ることはあり得ると思います。日本でも失われた10年の間に2度の景気回復局面がありました。また、日本でも企業のバランスシート調整は2005年から2006年までかかったわけですが、株価は2003年にボトムアウトしていますので、バランスシート調整が終了する目途がつけば市場はその時点で反応したわけです。むしろそのメッセージこそが重要なんだと思います。間もなく家計部門の調整が終わるということをどこかで市場が判断すれば、バランスシート調整終了のかなり前に株価が大きなボトムアウトをするということは十分にあり得ると。

そういう意味で、果たしてアメリカ政府がその問題に真剣に取り組むのかどうか、それから不良債権処理も果たして日本がやったように不良債権を金融機関のバランスシートから外して、そして特に重要なのは債権を再生する、そういう不良資産のマーケットができるのかどうか、やっぱりそこがカギだろうと思っております。

○野村委員 かんぼのことについてちょっとお伺いしたいんですが、上場に関連する示唆に富むお話をいろいろいただいている、興味深く伺ったんですが、先行してやっぱりマーケットに対して今後の商品展開等についてシグナルを送ることが上場の前には非常に重要だという、これはもったもなお話だと思うんです。手が縛られた状態で全く第三分野の商品も開発できない、日生と組むといってもどんな商品が設計できるかわからない、さらにはチャンネルもどのぐらい自分がシェアできるのかもわからないという状態ではなかなか上場は難しいのではないかというインプリケーションが若干あったと思います。難しいというよりは上場に不利なのでないかという、そういうインプリケーションもあったかというふうに思うんですが、こういうのは例えば上場の前のどのぐらいのタイミングから準備を進めていくというイメージで考えればいいのか、ちょっとスケジュール観みたいなのを教えてくださいありがとうございます。

○辻野シニアアナリスト もちろん、直前に規制緩和されるというようなことは少し遅過ぎというふうになりますが、例えば太陽生命の例ですと、上場数年前から少しずつ養老から貯蓄タイプのものに移られていたんです。ですが、最終的に大々的に定期付終身をローンチしたのは上場とほぼ同時だったんです。という点では、上場後の最初の第1四半期というのは投資家にとっては期待を込めながら見守るというリスクの高い状況だったんですが、ただ、太陽生命さんの場合は、既存のお客さんに徐々に保障性の高いものを売ってきたという実績があったわけです。なので、例えば保有を見てみると、養老の比率が傾向的に下がっていて、終身が上がっていたこの延長でいけば大丈夫だろうと考えることができました。そこで大々的な商品転換があった。そういった例はかなり美しい例ですし、うまくいくのかなというふうに思います。なので、かんぼ生命さんが何をするにしても、少しずつ実績をつくっていく必要があります。その中で、一番やりたかった部分が少し遅れて数カ月前にやっとという何か準備が整うということであっても、それでも似たような実績が上がっていれば投資家の説得は可能かなと思います。

○野村委員 今のかんぼは養老ばかりですね。まさにおっしゃるとおり、純資産ばかり積んでしまって、これだと成長性に対して全然見通しが立たないということです。よく議論になりますのは上場してからでないといコールフィッティングが確保できないから、そこから新製品を

やっていただきましょうという、こういう議論がよくあるわけですがけれども、これはちょっと上場という観点から見るととれない議論だということによろしいんですか。

○辻野シニアアナリスト 話の前後としては本当にそれでいいのかなというのが私の疑問です。例えば民間企業のいろんな例を見ていますと、まず、ベンチャーという状況があるわけですね。そこでいろんなアイデアを持ってやっている会社があつて、そこに投資する人というのは、本当に未知の可能性かもしれないものに投資してもいい方がお金を入れるのですけれども、上場となると、もう少し道筋がついた状態で広い投資家に向けてということになると思います。

○野村委員 すみません、言いにくいところをありがとうございました。

○田中委員長 では、今日はお待たせしてすみません。どうもありがとうございました。

それでは、これで第49回郵政民営化委員会を閉会いたします。

なお、次回会合の日程につきましては、別途事務局からご案内いたします。

本日の委員会の模様につきましては、この後、事務局からブリーフィングをいたします。

本日はどうもありがとうございました。