

## 直接金融時代への試練

### 迷走する金融・証券市場対策論議

#### 議論の進展と歪み

前号の『資本市場クォーターリー』（2001年冬号）では、「直接金融（市場型間接金融）増強に向けた具体的な政策ビジョンを早急に打ち出し、国家としてマネーフロー改革にコミットする姿勢を明確に示していくことが、なによりも望まれる」と主張した。

2月9日に与党三党が発表した「証券市場等活性化対策 中間報告」は、まさにこうした我々の期待に沿ったものと評価できた。すなわち、「…証券市場等は、企業の資金調達と個人の資金運用を結びつける国民の共有財産ともいうべき重要な経済インフラである。我が国経済にとり、証券市場等を活性化することを通じて、間接金融中心から直接金融中心への流れを促し、直接金融市場を通じて産業等へより多くの資金を円滑に供給していくことが喫緊の課題である。…」と冒頭に宣言されている。かつて政治がここまで、直接金融の重要性を鮮明に強調したことは無かったであろう。

またその中味を見ても、401(k)法案の早期成立、ESOPの検討、上場投資信託（ETF）の導入、個人投資家の株式投資促進税制など、我々が強調したポイントが盛り込まれていた。

1ヶ月後の、3月9日の与党三党の緊急経済対策においては、証券市場の活性化もさることながら、金融再生と産業再生の実現が強調された。

これは、イタリア・シチリア島のパレルモで開催された先のG7の共同声明（2月17日発表）において、わが国の金融セクターの強化がうたわれ、金融機関の不良債権処理問題の早期決着が促されたことも一つの背景となっている。

この3月の緊急対策では、従来、市況対策として主張されることの多かった株式買上機構も、金融再生のための施策として、対策に盛り込まれた。ただこの段階では、あくまで民間ファンドによるものとされていた。

証券市場対策の分野で注目されたのは、「証券関連税制の抜本的改正」として、①申告分離課税の税率の軽減、②損失の繰越控除制度の創設、③長期保有株式の譲渡益課税の軽減、④少額売上の譲渡益非課税制度の創設、⑤個人の受ける配当課税の軽減、⑥少額配当申告不要制度の限度額の引上げ、⑦株式による相続税、贈与税の軽減、⑧法人に対する二重課税の排除、という8項目の具体的施策が提案されたことである。

しかし、ESOPの検討など2月の段階ではあったいくつかの項目は明示されなかった。

4月6日には、経済対策閣僚会議による緊急経済対策が発表された。政府保証等の公的な支援の下に銀行保有株を取得する機構の創設が、事実上の目玉になってしまった。

証券市場の構造改革としては、①金庫株の解禁と株式の投資単位当たりの純資産額基準の撤廃、②確定拠出年金及び確定給付企業年金、③証券決済システムの改善、④ETFが挙げられた。

証券税制面の当面の改革内容は、4月20日、与党税制協議会の税制改正案において具体化された。すなわち個人の長期保有株式の譲渡益を100万円まで非課税とする措置を10月から導入することが打ち出されたほか、少額貯蓄非課税制度対象となる株式投資信託の規制撤廃、金庫株解禁に伴う税制改正、ETFに関する税制上の整備などが盛り込まれた。

以上のように、過去3ヶ月間ほどのわが国の金融・証券市場対策を巡る議論は、直接金融の推進のために証券市場を活性化するという主張から始まり、G7を契機に金融再生、不良債権処理についての主張も伴う内容に発展していった。

この結果、従来では考えられないタイミングで、証券税制改正案がまとまるなど、証券市場活性化に向けた真摯な取組みが見られた。一方、ESOPなどいくつかの重要な提言が抜け落ちた他、銀行保有株式取得機構のように、金融再生の名の下に、証券市場の基本原則を踏みにじるような構想が打ち出されるなど、進展と同時に「歪み」も見られた。

## 問題点の整理

以下では、多くの良識ある市場関係者にとっては自明のことと思われるが、その「歪み」の部分である、銀行保有株式取得機構や銀行の株式保有規制論に関する問題点を整理する。

問題点は3つあり、①株式取引に公的に介入する形で、銀行セクターを救済しようという発想、②数量調整を通じて価格調整を回避できるという発想、そして③銀行の株式保有規制論が、実証的、理論的根拠を欠き、国際的な銀行規制の潮流とも反していることである。

本論では、これら3点について述べた上で、こうした百害あって一利無しの奇策ではなく、証券市場活性化につながるESOPなどの施策の必要性を再確認すると同時に、個人以外の経済主体においても、直接金融指向を強めていくことの必要性を強調することとする。

## 銀行保有株式取得機構への疑問

### 必要論の背景

本年は、1996年11月に当時の橋本首相が打ち出した日本版ビッグバンが達成されるべき年である。しかし、その年において確認されたことは、ビッグバンの原則として掲げられたフリー、フェア、グローバルの理念が、まだまだ日本の金融システムに根付いていな

いということである。

今回の銀行保有株取得機構の発想は、自由な経済取引に国家が介入するもので、銀行を特別扱いすることで市場参加者間の公正性も損うものである。国際性を欠くことは言うまでも無い。

この機構が必要とされる理由は、緊急経済対策の中では、次の2点で説明されている。

①銀行の株式保有を制限することにより、銀行経営の健全性が損なわれないことを担保する。また株式持ち合いの縮小を通じてわが国株式市場の構造改革と活性化を促す。これはコーポレートガバナンスの改善なども通じ、わが国経済の再生にも寄与する。

②こうした施策により銀行の株式放出が行なわれることは、短期的には株式市場の需給と価格形成に影響し、株価水準によっては金融システムの安定性や経済全般に好ましくない影響を与える可能性もある。従って、公的な枠組みを用いた一時的な株式買取スキームを設ける。

### 不可解な論拠

以上の2つの点はそれぞれ問題である。まず①の銀行の株式保有制限の必要性に関する議論は、一見正論のようであるが、実際にはあまりに単純化された議論であり、そうした浅薄な論理の下に政策立案が進められている点に問題がある。これについては後述する。

次に、仮に①の認識に正当性があっても、短期的に株式の需給を崩すことが懸念されるほどの規模で、その実現を今のタイミングで遂行する必然性はあるのであろうか。

まず国内銀行勘定で保有される株式の金額は、1997年10月の47.9兆円から2000年12月時点では、43.4兆円と、過去3年ほどで、およそ4.5兆円減少している（図1）。都・長銀・地銀のネットの株式売買金額（三市場合計）を見ると、月間3000億円～5000億円程度の売り越しになるタイミングもある（図2）。しかしこの間、株価は様々な要因を受けて上昇もしたし下落もした。昨年後半の株価の下落局面では、むしろ銀行が株式の買い越しに転じる状況も生じた。

銀行による月数千億円のネットの売りを消化できる市場がありながら、そうした市場取引に任せても株価が崩れると懸念するということが、このレベルを上回るほど大規模な売却を一気に迫らなければならない、というのが、取得機構の必要論の背景にあるはずである。しかし、実際に主張されていることは、保有株式を「例えば」自己資本の範囲内にするということである。自己資本と同じレベルまでに銀行の保有株式を削減しなければならないとすると、10兆円程度の売却となる。それも1年や2年の短期間にこの売却を迫るのではなく、時間をかけて段階的に、という議論である。そうであるならば、何故これまで通り、市場での取引に任せないのか、という疑問が生じる。

従って極めて不可解な主張なのであるが、あえて別の論拠を求めるとすれば、次の2点があげられよう。

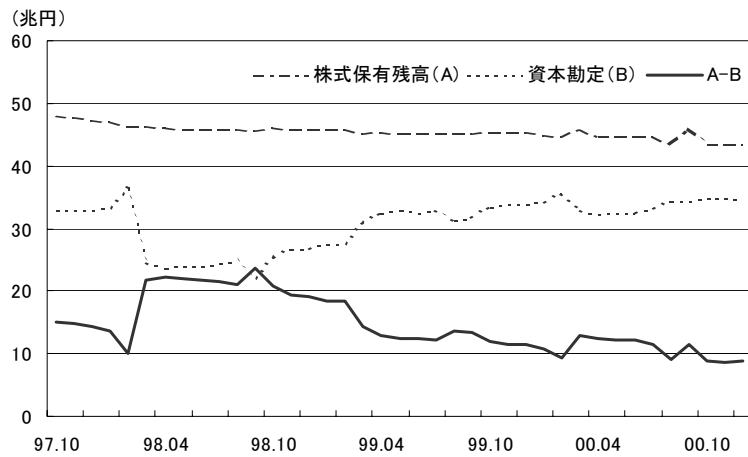
①マクロ的に見れば市場を通じて銀行は保有株を削減し、株価変動からのリスクを低減

させることができるかもしれないが、個別の銀行においては、今回のような公的受け皿を準備しなければ、順調にリスクは削減できず、危機的状況に陥る懸念が生ずるケースがありえないわけではない。

②取得機構が株式市場を買い支える効果が期待できる。持合解消だけではなく今後の米国市場の動向などによって想定される株価の下落を少しでも回避でき、経済全体、銀行システム全体へのダメージを緩和できる。

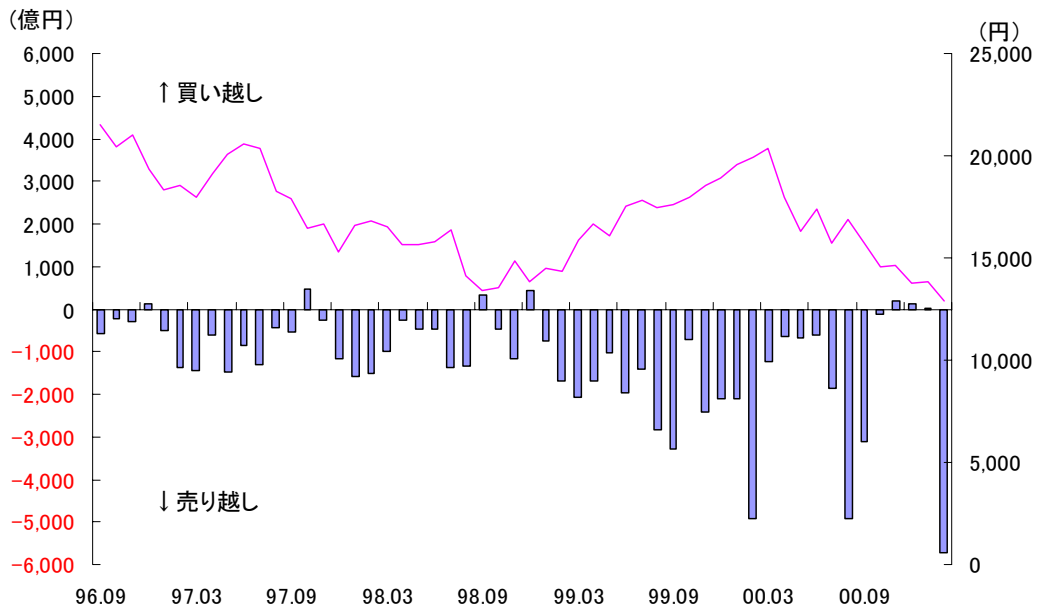
以上の2点が真の論拠とすれば、このいずれも間違っている。

図1 国内銀行勘定における株式保有残高と資本勘定



(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」より野村総合研究所作成

図2 都・長銀・地銀のネット株式売買(月間、三市場)と株価



(出所) 東京証券取引所「東証統計月報」より野村総合研究所作成

### 金融システムの安定確保には本来の措置を

まず、今後の株価下落が、一部の銀行において向こう半年とか1年の間に重大な影響を及ぼす可能性があるということが想定され、かつそれが金融システム全体に、甚大な影響をもたらす可能性があるとしよう。そうしたタイミングにおいては、市場経済に対する公的介入は排除されるべきではない。

しかし、政府保証等を伴うである以上、そうした広義の税金が意図された目的を超えて利用されることがあってはならない。税金のスピルオーバー的利用を防ぐには、問題のある銀行を特定し、その銀行への公的資金注入を含む、本来の金融安定化プロセスを發動していくのが正当な道筋である。

取得機構のために政府保証なりなんらかの税制優遇をつけるという方策では、個々の銀行のリスクの程度や、真に金融システムの安定性の問題にまで事態が深刻化するのかどうかの判断に関わらず、国家によって銀行全体に優遇措置が提供されてしまうことになる。これでは、株式投資を行う銀行以外の企業や個人に対して、不公平極まりない。

また、真に金融システムの安定性が問われるような問題が、個別の銀行の問題を契機に発生しうるのであれば、取得機構で数年をかけて段階的に銀行システム全体から株を買取るといった措置では効果は無く、問題行に正面から対処するしかないであろう。銀行一般に対する保有株の削減論は、今後の金融制度の問題であり、システミックリスクに対する緊急対策とは区別される。前者と後者では、政策目的も異なり、必要な政策手段も自ずと異なってきたべきなのである。

さらに技術的に言えば、銀行は取得機構の出資者や融資者となるわけであり、保有株式が取得機構株式や同様なリスクの融資に変わるだけともいえる。これでは、銀行から株価変動リスクを排除したことになる。また、銀行が抱えているのは株価変動リスクだけではなく、不良債権や担保不動産のリスク、あるいは60兆円の債券をはじめ他の金融商品のリスクも抱えている。その意味でも、株のリスクのみを取り上げ、国が特別の措置をとることが、金融システムの安定性のための真摯な対策とは言えない。株のロスを補うための公的資金の投入の結果、国債が増発されるような事態となれば、銀行が保有債券の下落というリスクに直面するような状況もありえないわけではない。

### 数量調整指向からの脱皮を－35年前の教訓に学べ

二番目の論拠として考えられる、株価変動の緩和のために株式を取得する、という点についてであるが、株価水準は、10兆円程度の買上げを数年に分けて行なった所で左右できるものではない、と認識すべきである。

いうまでもなく株価は、資産価格であり、通常の財の価格形成とは異なる。通常の財であれば消費者にとっての効用と当座の供給のアベイラビリティで価格は決定される。しかし資産価格の場合は、将来にわたってその資産が生み出すと予想されるキャッシュフローと、金利やリスクプレミアムなど総合的な要因で決定される。将来にわたっての経済・企

業のファンダメンタルズに対する期待が変化しなければ、株価の水準を変えていくことは困難である。

わが国においては、今回に限らず、売りが出るから売りを止めようとか、受け皿を作ろうという議論があまりに多い。価格調整を好感せず（少なくとも価格の低下を好感せず）、数量調整的指向に走りがちなのであるが、それでは市場経済国家とは言えない。

そもそも多少の数量調整的発想では効果が無い、ということは、証券恐慌時の日本共同証券と日本証券保有組合の教訓が示すことである。両者で合計 4,285 億円の買い入れを行ったものの株式市況は立ち直らなかった。株価が反転したのは、戦後初の特例公債の発行が発表され、ファンダメンタルズに対する期待が大きく変化してからである。

株価を支えるという効果はなかった一方で、市場の取引高が著しく減少し、事実上市場機能がまひしたという問題や、買い入れ対象の銘柄とそうでない銘柄との銘柄間格差が広がるなど、市場の歪みをもたらした、という問題が指摘されている。つまり、目的が達成されないどころか、弊害の方が目立ったというわけである。

こうした過去の失敗に学ばない姿勢は、問題である。35 年前に百害あって一利なしだった施策が、今回はなんらの問題も生ぜず、一部の人々が期待するような効果を発揮できるのであろうか。

当時の時価総額は、東証 1 部、2 部合わせて約 8 兆円。買い入れ額は、その 5.4%に相当する。現在の時価総額は、375 兆円であるから、同じ比率を買い上げるとしても、ざっと 20 兆円の規模に相当する。当時の教訓を踏まえれば、この規模の買上げでも相場を反転させられないということになる。

35 年前の日本市場は、基本的に国内投資家中心の市場であった。短期、長期の内外資本フローも限定的であった。しかし現在は、欧米をはじめ世界のマーケット動向に基づき、世界の投資家が、グローバルに資金を動かす時代である。閉ざされたマーケットですら、機能しなかった仕組みが、グローバルマーケットに組み込まれた 21 世紀の日本市場で機能するとは考えられないのである。

## 銀行の株式保有制限を巡る議論の問題点

### 懸念すべき単純化された議論の台頭

今回の株式保有機構は、株価の買い支えを明示的に意図したものではなく、その目的を銀行のリスクの削減としている点で、従来より幾度となく浮上した買上げ機構提言とは一線を画す。

実際、「日本の銀行が株式を大量に保有しているため、株価変動のリスクが銀行経営に重大な影響をもたらしている。米国では銀行の株式保有は禁止されており、ドイツでは自己

資本の6割に制限されている。従って、日本でも金融システムの安定化のために、銀行の株式保有を例えば自己資本の範囲内とすべきで、これを実現するためにも銀行保有株式取得機構の設立が不可欠である。銀行の株式保有が減少することは、持ち合い解消の促進を通じて、企業のガバナンス向上にも資する。企業のガバナンス向上は、企業価値を高め、株価上昇、証券市場発展にもつながることが期待される。」という論調が、4月6日発表された緊急経済対策やそれに前後する各種の論調などを見る限り、一種のコンセンサスのようになっている観がある。

わが国の銀行の株式保有に関する問題点は、過去から指摘されていたことであり、これを是正していくことは、当然必要な措置と考えられる。むしろもっと早く措置がとられてしかるべき問題であった。しかし、今回台頭している上記のような議論はあまりに単純化され過ぎており、この程度の認識で、「可及的速やかに」重大な政策決定がなされ、かつ緊急対策という位置付けでそれが実行されるようなことがあれば、かえって金融システムに不安定性をもたらし、ましてや企業のガバナンス向上を通じた株価上昇などの効果は期待できないように思われる。

例えばそもそも事実認識として、日本の銀行は、諸外国に比べて過剰に株式を保有しているのであろうか。表1に見るように、G10諸国とEU諸国の銀行について比較した調査によると、銀行資産に占める株式の比率は、フィンランドが6%で最大であり、日本はこれに次ぐ5%であるが、ドイツ、ギリシャ、スイスも5%と同レベルである。デンマーク、スペインが4%、フランス、スウェーデンが3%と続いている。

このデータからも、日本の銀行が、他の先進国に比べて格別に高水準の株式を保有しているわけでは、決して無いことが確認される。

表1 銀行の株式保有状況—国際比較(1996年)—

国	商業銀行の数	株式/資産 (%)
フィンランド	8	6
ドイツ	258	5
日本	136	5
スイス	85	5
ギリシャ	20	5
オーストリア	1,019	4
スペイン	165	4
デンマーク	117	4
フランス	400	3
スウェーデン	15	3
イタリア	264	2
ベルギー	100	2
オランダ	172	1
米国	9,575	0
ルクセンブルグ	221	0
英国	44	0
ポルトガル	39	0
カナダ	11	0

(出所) Bank Profitability: Financial Statements of Banks 1998, OECD, and the article by Barth, Nolle, and Rice.

### 緩和に向かう米国における銀行の株式保有

次に、米国では銀行の株式保有が禁止されている、という理解も正確ではない。確かに33年銀行法の16条におき、「いかなる企業の株式を加盟銀行が自己勘定において購入することを許可しない」とされている。ただ1956年に成立した銀行持株会社法では、例外として、受動的な投資（passive investments）の場合、個々の企業の議決権のある株式の5%、エクイティ全体の25%を上限として保有することは認められている。受動的な投資とは、その企業の経営や運営に関与せず、純粋に投資収益を目指すものである。

また、1958年以降、銀行本体が、中小企業投資法に基づいて中小企業庁の認可によりSBIC（Small Business Investment Company）を設立することで、中小企業の株式の49.9%まで保有することができる。さらに、借り手であるディストレスト企業に対して、サブスタンシヤルなエクイティ・ポジションを持つこともできる。

以上の米国の枠組みは、1999年11月のGLB（グラム・リーチ・ブライリー）法で大きく変化した。上記の銀行法16条の規定は変化していないものの、銀行持株会社法が改正され、新たに金融持株会社（Financial Holding Company）の設立が認められた。

金融持株会社の傘下の銀行は、持株会社傘下の企業を通じて、「マーチャント・バンキング業務」（投資家への販売又は自己の資産の運用のために事業会社の株式を保有すること）を行なうことが可能になったのである。さらに、持株会社ではなく、銀行自身の子会社を通じた株式保有も、GLB法の立法から5年後に、FRBと財務省が検討した上ではあるが、認められる可能性が開かれた。

### 米国の金融持株会社における健全性への配慮

ただし、この条項の実施にあたり、FRBは、十分な自己資本の手当ての必要性を提案するなど、金融持株会社の健全性に配慮する姿勢をとり、2000年3月にマーチャント・バンキング業務に関する取り扱いと、保有株式に対する自己資本規制に関する暫定規則案を公表し、市中にコメントを求めた。

この暫定規則案では、マーチャント・バンキング業務に関わる株式保有が一定の上限を超えると当局がレビューを行なうとされた他、保有株式には50%のキャピタル・チャージを課すなどの制限が加えられていた。これに対して、こうした制限は、銀行の業務を自由化するという議会の立法の趣旨に反するものではないかといった批判や、リスク計算に関して連銀のテクニカルな誤解があるといった批判が相次いだ。

2001年1月、こうした批判を踏まえ、FRBと財務省は、マーチャント・バンキング業務の取り扱いに関するレギュレーション（ファイナル・ルール）を公表した。同時に、FRBとOCCは、保有株式に対する自己資本規制に関するレギュレーションの暫定案を公表し、コメントを求めた。

マーチャント・バンキング業務に関するファイナル・ルールでは、投資額の上限に関する部分は削除され、当面の措置として、Tier 1自己資本の30%という上限のみが残った。



一方、保有株式に対する自己資本規制の暫定案では、当初案に比べ、キャピタル・チャージの上限が25%までに引き下げられた。この自己資本規制が導入される段階で、前記の上限規定は撤廃される。

このようにFRBが譲歩したにも関わらず、議員や金融界からは、一段の緩和を求める声相次いでおり、4月4日にも、下院金融サービス委員会でヒアリングが行なわれた所である。

以上のように、米国は、銀行の株式保有が原則禁止だった状態から、緩和を進める過程にある。保有株式に対する自己資本の制限の議論も、規制が厳しかったものを緩和するにあたり、慎重な対応がとられているわけである。今後の議論しだいで、この制限も、より緩和される可能性もある。

こうした米国銀行の株式保有の議論を、中途半端に紹介し、全く歴史的な経緯も異なる日本の銀行に当てはめて議論するのは、いかにも乱暴といえよう。

#### 欧州における銀行の株式保有規制

次に、「ドイツでも銀行の株式保有は自己資本の60%に制限されている。」という議論を吟味してみよう。これは正確には、ドイツだけの規制というよりも、ECの第二次銀行指令に基づくものである。まず、銀行は、一企業に対する *qualifying investments* (10%を超えてエクイティ・ステイクを持つこと) を、自己資本の15%を超えて行なってはならない。また、*qualifying investments* の合計は、自己資本の60%を超えてはならない、というものである。

つまり銀行が企業に対して10%を超えるような大株主になることを、自己資本の縛りを入れて抑制しようというものである。他業リスクの排除と同時に、銀行の企業支配を抑制する効果を持っているという意味では、銀行の株式保有を5%以下としている日本の銀行法及び独占禁止法上の規制に通じるものがある。その意味合いにおいては、同趣旨の規制は、既にわが国の方が、より厳格な形で導入されているとあって良い。

#### 銀行の健全性確保に関する国際的な潮流

以上のように、銀行の株式保有を巡る規制上の対応は、米国、欧州、日本のそれぞれにおいて大きく異なっており、欧米でこうなっているから日本もこうすべき、といった単純な議論をすべきではない。

ただ、今後、なんらかの国際的な潮流が形成される可能性はないかどうかは、注目に値する。これに関しては、バーゼル委員会の動きを見る必要がある。1月に公表された「自己資本に関する新しいバーゼル合意」(市中協議案)では、以下のように規定されている。「一般事業法人に対する重大な少数持分の投資と過半数を超える投資で、一定の重要性基準を超えるものは、銀行の自己資本から控除される。重要性基準は、各国の会計基準と規制慣行、あるいはその両者により決められる。個々の一般事業法人への重大な投資が銀行

資本の15%、これらの投資の合計は銀行資本の60%、という水準、あるいはより厳しい水準が重要性基準として適切である。」

「重大な少数持分か過半数を所有しており支配が及んでいる一般事業法人に対する投資で上記の重要性基準を下回るものには、標準的手法を利用する銀行の場合、100%を下回らないリスクウェイトが課される。内部格付け手法を利用する銀行には、当委員会が株式用に開発している方法に基づき、同様の取り扱いが適用される。」

ここで「重大な少数持分」がどの程度のものか、この部分からは明確ではないが、前記のECの規定に似ている規定であることも勘案すると、1社に対して5%上限で行なっている日本の銀行の株式保有程度のレベルでは、「重大」とはみなされないのではないかと。

なお、標準的手法がとられる場合、「高リスクのカテゴリー」という項目があり、「ベンチャーキャピタルや非公開株式への投資のように高いリスクのある一部のその他資産については、各国監督当局は、150%かそれ以上のリスクウェイトを適用してもよい」とされている。

逆にいえば、上場株式を資産として保有する場合（しかも5%以下の持分で）は、こうした「高リスクの資産」とは区別され、現行の100%よりもはるかに高いリスクウェイトを適用するようなことは想定されていないことがわかる。

また、上記の記述からもわかるように、各国の状況の違いを十分踏まえ、各国当局の裁量にまかせようという姿勢が明らかである。

さらに重要な点は、今回の新しい合意の基本精神である、「三つの柱」の考え方である。すなわち最低自己資本の計算においては、画一的なリスクウェイトを強制するのではなく、銀行が適切なリスク評価モデルを自ら利用している場合は、それを利用して良いとすること、そして監督者としては、画一的なリスクウェイトによって導かれた比率に着目するよりも、リスク管理体制等を検証する役割が強調されていること。そして三番目の柱は「市場規律」である。すなわち、複雑なリスクの監視など、監督当局では限界があるため、市場原理を最大限に発揮することとし、そのためにも銀行のディスクロージャーを強化しようという考え方である。

銀行が直面する様々なリスクは保有株式のリスクだけではなく、規制当局が株だけ取り出して自己資本を論ずるのは適切では無い。株も含めた各種のリスクを銀行自身がどのように管理し、対応しているかを、市場原理の助けも借りながら、監視していこうというのがグローバルな潮流と言える。市場原理を犯してまで、株のみ取り出して画一的な縛りを入れよう、といった発想は、およそこの潮流に逆行するものである。

米国でも、上記の保有株式に関する自己資本ルール案は、内部モデルが利用されるようになるまでの「bridge」、すなわち、暫定的な措置であるとされている。わが国がなんらかの規制を構想するにしても、内部モデル・アプローチに移行する銀行が増加していくことを想定し、この円滑な移行に大きな支障がないような枠組みを目指していくことが望まれよう。

### 銀行の企業支配とガバナンス論

銀行の株式保有については、上記のような銀行に与えるリスクの観点以外に、銀行の企業支配を抑制するという観点が従来より存在する。

わが国の場合、既に銀行法、及び独占禁止法により 5%の保有制限があるが、これをさらに強化するという議論よりも、より柔軟にすべきという議論が生じているところである。

むしろ、今後の方向性としては、画一的な保有比率で、銀行の企業支配を抑制するのではなく、実質的に、企業支配を通じた弊害が生じていないかどうかに着目すべきだ、という考え方が、有力な学者らによって強調されている点に留意する必要がある。

銀行が企業の株式を保有することが、企業支配であり、企業支配は悪いことである、という単純な議論でもなくなっている。

ファイナンスの理論では、むしろ銀行が企業に貸出をするだけでなく、その企業の株式を保有する方が、企業に対して債権者と株主の利害を適切に反映することができるため、望ましいというのが定説となっており、この意味でも今回の論調は、浅薄な理屈の下に展開されている。そのようなアカデミックな議論を引用するまでもなく、ついこの間までは、株式持ち合いが日本企業の長期的経営戦略にも資するといった議論が内外から指摘されていたことが想起されよう。

この点、今回、銀行の株式保有の削減が、ガバナンスの向上、企業価値の向上に資するという論点も出されているが、いささか単純に過ぎる主張と言えよう。

### 性急な議論はかえって危険

以上より、日本の銀行の株式保有は、国際的に見て過大ではないこと、また今後この点に規制を加えていくにしても、欧州と米国の間でも大きな相違があることを考慮しつつ、バーゼル委員会の精神や競争政策の潮流等も踏まえながら、慎重な議論をしていくことが望まれよう。

日本の銀行の株式保有は、指摘される弊害があるにしても、歴史的背景の下に長期にわたって形成されてきたものであり、銀行自身が従来通り自らの判断で、これを縮小していくなるともかく、市場原理に反するような器を用意してまで、今のタイミングで、性急な解消を強いなければならないような性格のものではないであろう。弊害とされる点は、従来から弊害だったわけであり、別にこの 1、2 年中の対応を迫られるほど急に問題が拡大しているわけではない。

米国において、金融持株会社の傘下企業に株式保有を認めるという大きな決断をしても、その実施にあたっては非常に慎重な対応がなされており、1 年越しの議論がまだ続いている。これは、規制を緩和することの影響は、測りかねるものがあるからであろう。

こうした慎重な姿勢は、規制を強化する場合も当然に要求されよう。歴史的に根付いた日本の銀行の株式保有行動に、人為的規制を新たにかけることが、どのような影響をもたらすのであろうか。単に各種言われてきた弊害が解消される、といったプラスの面のみ期

待して良いものなのか。

少なくとも、この問題は、「緊急」のものとしてではなく、また「経済対策」という位置付けでもなく、日本の企業システム、金融システムのあり方を、国際的な潮流の中で、いかに考えていくか、という問題意識の下に、正確な事実認識と理論的、実証的分析を踏まえて、じっくり議論されていくべきものと考えられる。

## 直接金融拡大への真摯な取組みの必要性

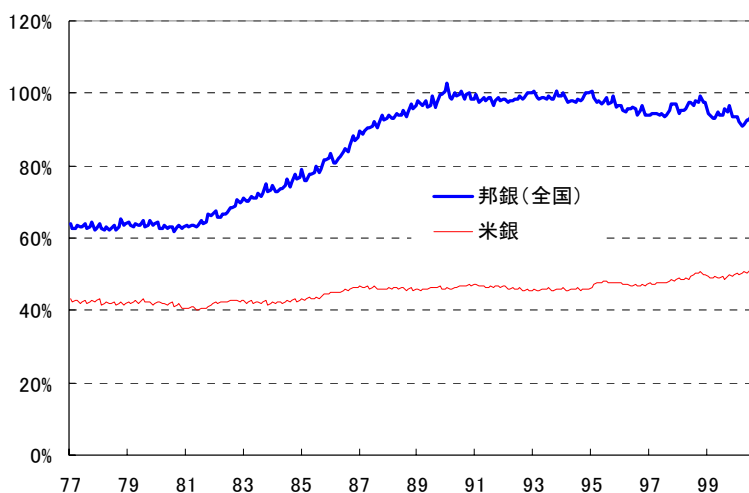
### 問題の本質は不十分な直接金融

銀行がそもそも株式を大量に保有したことの裏側には、個人や投資信託などの本来の株式投資家が十分に育っていなかったという事情がある。つまり直接金融が不十分であり、間接金融偏重体制が続いてきたことの結果として、銀行に個人金融資産が集中し、企業としても、銀行を有力な株式保有者として位置付けざるをえなかったのである。原因を正さず、結果だけを取り繕おうとしても、無理がある。企業のエクイティのリスクが、銀行であれ、日銀であれ、買い上げ機構であれ、特定の間接金融的主体に集中させているうちは問題は解決しない。原因に正面から切り込む政策とは、広範な投資家が、自らのリスク許容度に応じて、エクイティのリスクを負担していくことを促進する政策、つまり直接金融拡大政策に他ならない。この点は、証券市場等活性化中間報告に明確に盛り込まれていたが、その後の議論の迷走を、再び軌道修正することが求められる。

直接金融拡大に焦点を当てた中間報告が、その後の緊急対策で迷走した一因は、金融機関の不良債権問題に対する関心が G7 以降高まったことである。この問題が重要であることは言を待たないが、不良債権問題を解決しても、その後、銀行がリスクキャピタル供給の担い手として、従来のような役割は果たすのでは、銀行に経済のリスクが集中する構造は改善されない。従って、直接金融がリスクキャピタル供給を担うような体制を作る努力を不良債権問題処理と同時に進行させなければならないのである。

さらに問題なのは不良債権だけではなく、銀行貸出全体のレベルにあるという点の認識も必要である。図3に見られるように、わが国の GDP に占める銀行貸出の比率は、バブル期に急上昇し、その後、高止まりしている。つまりわが国の経済は、高度成長時代から間接金融偏重、銀行依存と言われてきたが、バブルを契機にさらに銀行依存経済化が進んでしまったのである。この結果、銀行の動向が経済に与える影響が過去に比べて、大きくなり、逆に経済の変動が銀行の経営に与える影響が大きくなってしまっている。直接金融の拡大とは、証券市場の活性化といったレベルの議論だけではなく、銀行の正常化、経済の正常化のためにも不可欠な政策なのである。

図3 総貸出/GDP (1977-2000)



(注) データは、3月末。

(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」、米国商務省資料より野村総合研究所作成

### ESOPの意義

直接金融拡大の具体策は、既に様々に議論されているが、特に、前回指摘したポイントであり、上記の中間報告段階では盛り込まれていたESOPについて、その導入の意義を再度確認したい。レバレッジドESOPを利用すれば、ESOPがわが国における新たなタイプの投資主体となるが、この変化は、比較的短期間に生じうる。その上で、ESOPが購入した株が、時間をかけ、無理の無い形で個人に提供されていき、個人の長期的な資産形成や企業の報酬・退職給付制度の多様化につながっていくという効果を持つ。

『資本市場クォーターリー』2001年冬号で試算したように、仮に日本版ESOPの企業拠出を従業員一人当たり年間50万円とし、元本返済10年の借入れによって東証1、2部上場企業がESOPのための買い付けを行なうと、8割以上の企業において発行済み株式数の5%以上をESOPが保有することになる。ESOPが20~40%保有するケースも、400社以上で生ずる。東証1、2部上場企業全体が、上記の取引を実行するという極端なケースでは、約23兆円の株式購入が生じることになる。

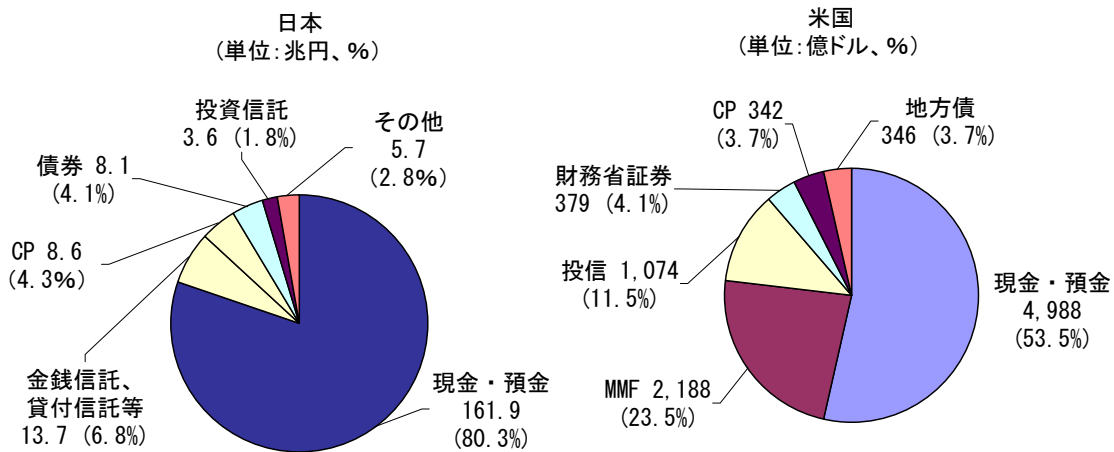
もちろん、企業によってESOP導入が適切な企業とそうでない企業もあると考えられ、このような規模での実施は想定し難いが、市場原理に反する株式取得機構を作るのではなく、規制を緩和し、経済主体のインセンティブを引き出すことを通じて、わが国の株式所有構造に、より本質的で重要な変革を実現することが可能であることを改めて指摘したい。

### 間接金融偏重は個人だけではない

間接金融から直接金融へのシフトにおいては、わが国個人の証券投資の拡大が求められるわけであるが、間接金融を通じた資金運用が重視されているのは、個人だけでは無い。

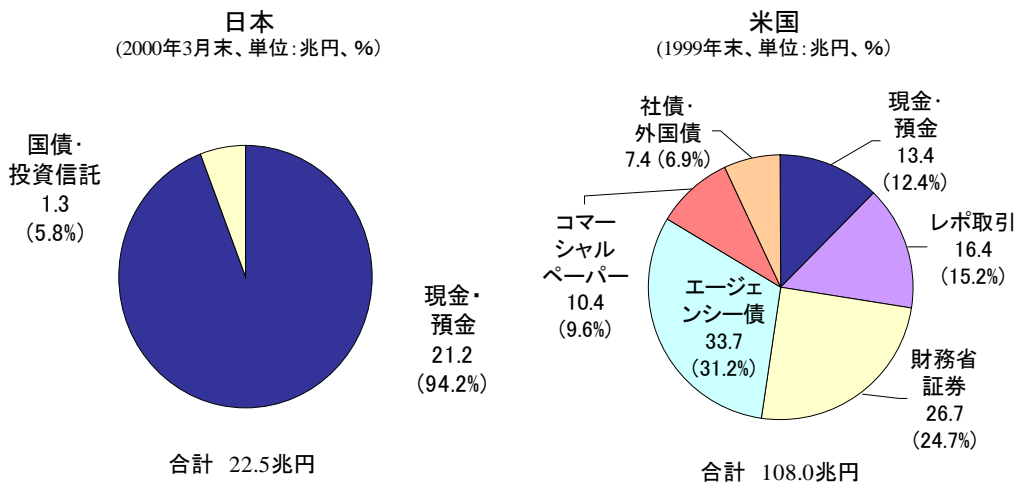
図4に見るように、日米の非金融法人企業の資金運用動向を比較すると、わが国の企業の資金運用において、現・預金が8割強であるのに対し、米国では、5割強に過ぎず、MMFの運用が2割強となっている。

図4 日米非金融法人企業の金融資産構成の比較(2000年末)



(注) 日本は速報値。運用対象となりうる現預金・有価証券のみを対象とした。  
 (出所) 日本銀行「資金循環勘定」、FRB, Flow of Funds Accounts より野村総合研究所作成。

図5 日米自治体の金融資産比較



(注) 出資金、貸付金等を除く  
 (出所) 日本銀行「資金循環勘定」及びFRB, Flow of Funds Accounts より野村総合研究所作成。

また、『資本市場クォーターリー』本号掲載の「米国の自治体における公金運用の実態について」でも詳述しているが、日米の自治体の金融資産構成（貸出や出資等を除く）を比較すると、図5のように日本では94%が現・預金、米国では現・預金のウェイトは12%に過ぎない。財務省証券、エージェンシー債、レボ、コマーシャルペーパーなど、多様な資産

を安全性、流動性、収益性に配慮しながら運用している。例えば、カリフォルニア州財務局では、1日～60日間の余裕資金がある場合、運用先として最もよく利用されているのはコマーシャルペーパーである。半年から1年の運用では、財務省証券、1年以上の運用では、事業債が最もよく利用されている。

2002年のペイオフ解禁まで1年を切った。今や1年定期を預けるにしても、銀行は安全だとか、預金は全額守られる、といった認識のもとに、従来どおり続けていくわけにはいかない時代となったということである。こうした中、預金金利は一段と低下している。その一方で、わが国では、銀行よりも高格付けのコマーシャルペーパーや社債を発行する事業会社が多数存在する。

『資本市場クォーターリー』2001年冬号の本論では、ESOP等の他に、コマーシャルペーパー、MMFを通じた短期の企業金融の直接金融化も訴えたが、企業や自治体の資金運用に対する姿勢が変化することが、そうした流れを生み出す一つの契機となっていくことも考えられる。

一般個人が預金中心の金融資産選択をしようと、これは基本的に個人の自由である。これに対して、株主や住民やその他のステイクホルダーのお金を預かる企業や自治体など、各種の組織は、その資金を責任ある形で運用しなければならない。ペイオフ解禁まで1年を切った現在、もはや従来の延長で銀行預金を位置付けることは不適切であり、十分にアカウンタビリティのある形で運用していくことが要求されていこう。

直接金融の発達のためには、法制度の変更のみならず、このように日本社会に広く浸透した銀行や預金に対するマインドや慣行のレベルから、一つ一つ見直していく作業が、個々の経済主体に要求されていくものと考えられる。

(淵田 康之)