

証券市場活性化対策のあり方について

何のための証券市場の活性化か？

経済・産業対策の役割と証券市場活性化対策の役割

2000年秋以降、株価下落とともに高まった証券市場活性化議論は、2001年1月に入り、自民党が「証券市場等活性化対策特命委員会」を設置するなど、一段と活発化した。

これらの議論は、株価をいかに上げるか、という観点からなされがちであるが、マクロ経済対策や、企業の実体的な価値に直接影響を与える施策抜きに、証券市場関連の施策のみで、株価水準を調整するのは困難であろう。

しかし、かと言って証券市場関連で今、なすべきことがないということでは決してない。むしろ、現下のわが国の経済・金融の問題の根本は、証券市場が活性化していないという点に相当程度帰することができる。小手先の株価対策を目指す対策ではなく、真の意味の証券市場活性化対策が、打ち出されていくべきである。その意味で、今、改めて問題とすべきことは、4年前のビッグバン宣言で目標とされた、わが国のマネーフロー構造の転換が全く実現していないことである。以下に示すように、市場の低迷、経済の低迷が、バブル崩壊後10年を経ても依然として続いていることも、こうしたマネーフロー構造転換の公約がなおざりになっている点と大きく関係している。

わが国マネーフロー構造の問題

わが国のマネーフロー構造は、個人金融資産の過半が現金や預貯金といった無リスク、低リスク商品に集中している点に特徴がある。生命保険の比率も4分の1強と高いが、これも伝統的に、個人はそのリスクを明示的に意識せず、長期の貯蓄手段として位置付けてきた面が強い。つまり、現金、預貯金、及び生命保険が個人金融資産の8割強を占めており、個人が、リスク回避型の金融商品を集中的に保有する行動をとっているのである。

従来は、こうしたリスクを忌避する個人の資金を集めた銀行や生保が、企業や産業の成長に必要なリスクキャピタルを提供してきた。しかしこうした構造は、銀行や生保がリスクを吸収できる体力があり、旧来型の金融規制・監督が機能し、そして経済や地価・株価が右肩上がりでも上昇しているうちは良かったが、バブルの崩壊により、このメカニズムの限界が露呈し、もはや十分な機能を期待できないものになった。

元本や利回りを保証する形、あるいはそれに準じるような形で資金が集められ、これで

リスクを伴う投資やプロジェクトをファイナンスするという構造が、経済の根幹を占めていたことに無理があり、その無理が高じて、結局、銀行や生保で負担仕切れなくなったりリスクを、税金を投入して国民全体が負担せざるをえない姿となったのである。

再度強調されるべき証券市場を通じたマネーフロー拡大の重要性

これからのわが国にとって必要なのは、経済や企業のリスクを、特定のタイプの金融機関に集中させる結果、結果として予期せざるコストを国民が負担するのではなく、予めリスクを認識した上で、このリスクを広く社会全体、経済全体で分散して担う仕組みである。この仕組みこそが、証券市場を通じたマネーフローに他ならない。

証券市場を通じたマネーフローを拡大させ、銀行・生保経由のマネーフローを補完していくことは、1996年11月に打ち出された金融ビッグバンの大きな柱の一つであった。

しかし、ビッグバン宣言より4年以上が過ぎ、改革達成の期日とされた2001年3月が目前に迫る中、証券市場を通じたマネーフローの拡大は、一向に実現していない。むしろ、図1に示すように10年前の個人の資産運用状況と比較してみても、証券商品の運用よりも、現・預金での運用の比率が上昇するという、目指された方向とは逆の動きが進展しており、その限りにおいて、ビッグバンは全く実現しなかったと言わざるを得ない。

マネーフロー構造の転換失敗がもたらす経済・市場の低迷

ビッグバンにおいては、手数料自由化や投信制度の改革、証券会社間・証券市場間の競争の活発化等を通じて、証券市場の活性化を図り、これによって銀行を中心とした間接金融から市場型間接金融へと、マネーフロー構造の軸足を変化させることが意図された¹。しかし、証券市場の活性化につながる施策が、相当程度ドラスティックに導入されたにも関わらず、銀行中心のマネーフローから資金を取り込むに至らなかったわけである。

この結果、リスクを回避する個人の資金が、依然として銀行等に集中しているが、銀行自身、リスクを担えない状況にあるため、国債保有等、リスクを回避した資産運用を指向せざるをえなくなっている。この結果、わが国における産業、企業の成長機会が十分に金融・資本市場からサポートされず、経済低迷と市場低迷をもたらすという構造が続いている（図2）。そして、こうした市場低迷が、さらに個人や金融機関のリスク回避的な資産運用行動につながるという悪循環に陥っているのである。

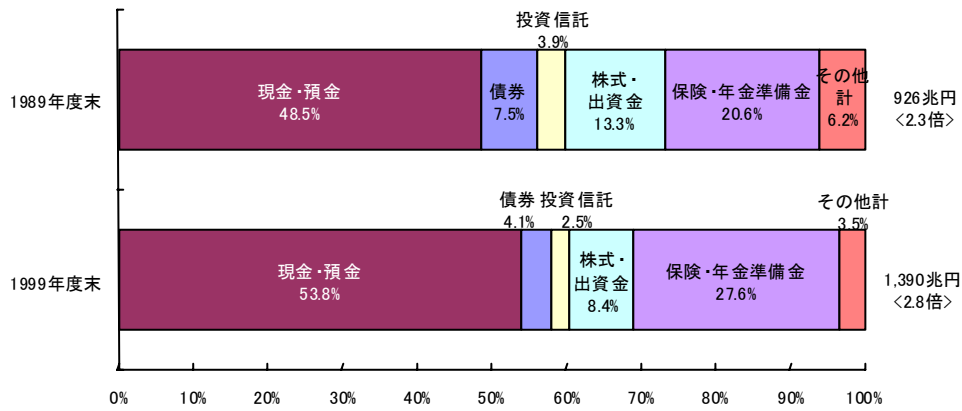
近年、金融機関の合併、統合といった動きが活発化し、表面的には金融再生が一見進展したかに見える部分もあるが、これ自体、マネーフロー構造に変化をもたらすことには直接的につながっておらず、マクロ的には問題の解決にはならなかった。

今必要とされる改革は、ビッグバンにおける証券市場改革で実現しえなかったマネーフロー構造の変換に、再び挑戦することである。以下、個人のお金が動かない理由を検討し、具体的な施策を検討する。

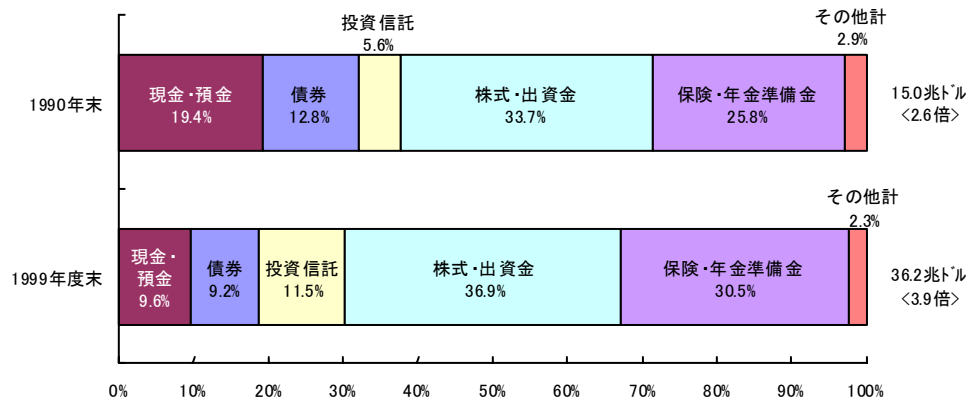
¹ 淵田康之『証券ビッグバン』日本経済新聞社、1997年

図1 家計部門の金融資産構成の変化 (日米比較)

日本



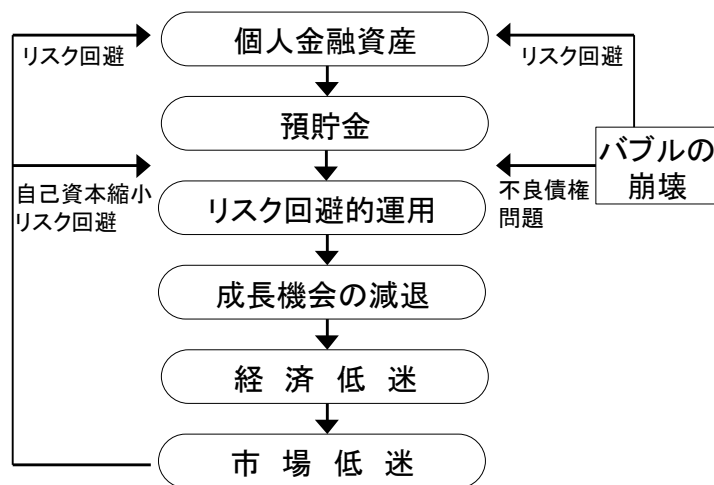
米国



(注) 1. 横軸は金融資産合計に占める割合。
2. <>内は対名目GDP比率。

(出所) 日本銀行

図2 経済低迷、市場低迷の悪循環をもたらすわが国マネーフロー構造



個人の証券保有の現実と今後の対応策

極めて低いわが国個人の証券保有への関心

わが国の個人の貯蓄選好において、安全性指向、流動性指向は10年前に比べて高まっている²。バブル崩壊による株価の下落や金融機関の破綻を受けて、極めて保守的な資産選択の姿勢が強まっていることが伺える。

もう一つ注目されることは、証券投資への関心の極端なまでの低さである。こちらの方は、過去10年どころか、従来より一貫して見られる状況である。すなわち、図3に見られるように、1962年時点より最近まで、証券を保有していない世帯が常時7割以上のままである。

この間、国債の大量発行、中期国債ファンドの導入、バブルによる株式・投信ブーム、銀行の投信販売などの投信制度改革、手数料自由化、インターネットの普及といった様々な変化が証券市場で生じたわけであるが、結局、証券保有世帯は3割未満の所を推移し続けてきたに過ぎない。証券の保有内訳を見ると、公社債から投信、投信から株式や外国証券へと、若干のウェイトの変化が見られるが、全体の保有世帯比率は横這いのままである(図4)。大多数の家計にとっては、証券市場で相場がどうなろうと、あるいはどのような制度改革が起ころうと関係が無いというのが、過去何十年ものわが国の実態なのである。しかし、ここを変化させなければ、マネーフロー構造の真の転換はありえないと考えるべきであろう。

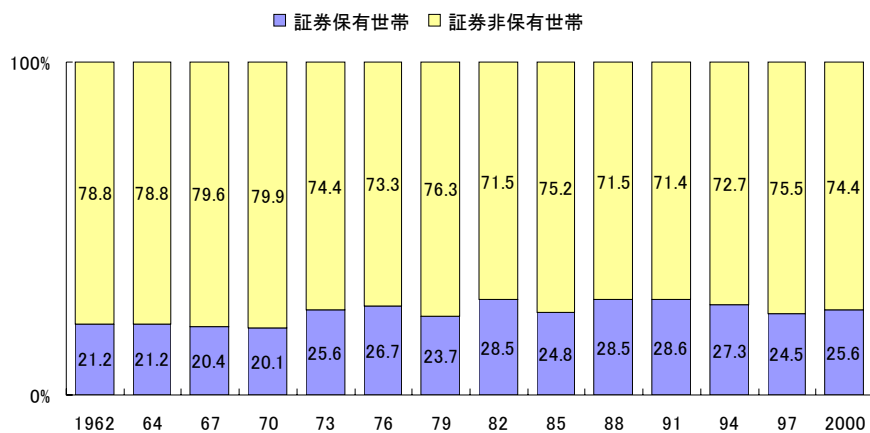
大多数の証券保有無関心世帯にいかに変化をもたらすか？

それでは、こうした証券非保有世帯が、株や投信を購入するようになるためには、どうすれば良いのであろうか。この答えは、図5と図6である。すなわち、7割以上の世帯が、条件に関係無く株や投信を購入することは無い、と回答している。株や投信に関する「知識が増えること」という回答は、15%程度に過ぎず、いわゆる証券教育の必要性を強調しても、現状のままではさしたる効果は期待できない。購入単位の引き下げも主張されるが、この7割強の家計を動かすための対策としてはほとんど意味が無いことがわかる。

証券市場活性化対策の議論において、個人が株や投信などリスク資産を保有するようにしなければならないという議論は多い。これは筆者も大賛成であるが、まずは以上のようなわが国の個人の現実を直視する必要がある。安全性、流動性を重視し、証券というものにそもそも関心を持たない7割強の家計を、証券市場に誘うためには、この現実を踏まえた商品、制度設計を検討すると同時に、証券市場改革に留まらず、マネーフロー全体を再構築するための、幅広いパブリック・ポリシーを新たに構想していく必要がある。

² 岩谷賢伸「ビッグバン後の個人資産運用」『資本市場クォーターリー』2001年冬号参照

図3 証券保有世帯数の推移（％）



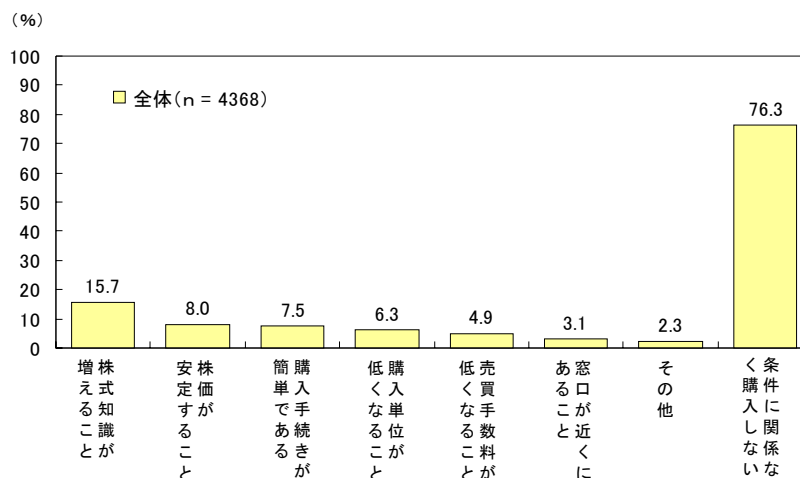
(出所) 証券広報センター「証券貯蓄に関する全国調査」(平成12年度)

図4 証券保有世帯の保有内容（重複回答、％）

	証券保有世帯比率	株式	投資信託	公社債	外国で発行された証券
1979	23.7	16.0	6.4	7.2	0.3
1982	28.5	18.0	8.2	10.9	0.3
1985	24.8	15.8	12.8	10.5	0.6
1988	28.5	18.5	16.7	10.8	1.0
1991	28.6	19.6	15.1	9.5	1.4
1994	27.3	20.5	12.1	7.9	1.3
1997	24.5	19.2	8.8	6.7	2.1
2000	25.6	20.8	8.8	6.8	2.5

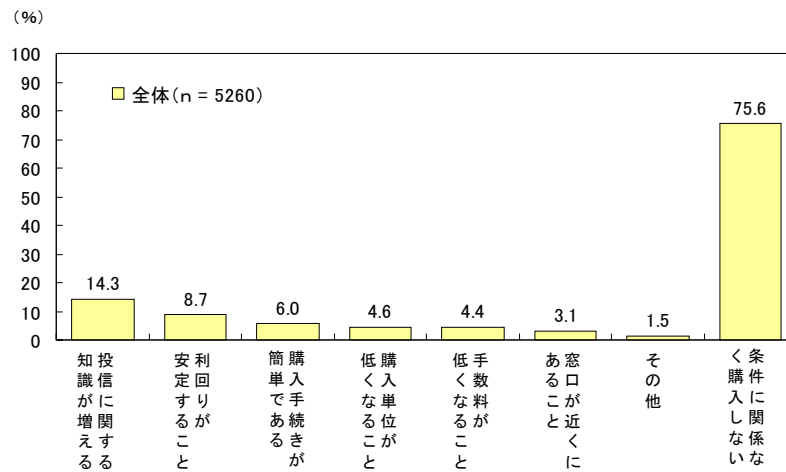
(出所) 証券広報センター「証券貯蓄に関する全国調査」(平成12年度)

図5 株式非保有世帯が株式を購入する条件（重複回答、％）



(出所) 証券広報センター「証券貯蓄に関する全国調査」(平成12年度)

図6 投信非保有世帯が投信を購入する条件（重複回答、%）



（出所）証券広報センター「証券貯蓄に関する全国調査」（平成12年度）

以下では、まず、個人の資産運用に変化をもたらす対策として、MMFの普及、ESOPや401(k)などの普及、及びETFの導入を紹介する。次いで、こうした対策が効を奏するための大前提として、市場メカニズムが機能する環境の醸成が必要であることを指摘し、自社株買いやTOBの円滑化、投融資に関する金融機関の行動の適正化、税制改革の必要性を議論する。最後に、新たなマネーフロー構造の構築という観点から金融・資本市場全般に関わるパブリック・ポリシーの在り方を検討する。

安全性、流動性ニーズに答えるMMFの意義

個人の貯蓄の多くの部分が、安全性、流動性を重視する形態になっているわけであるが、こうした個人にリスク資産の比率を高めさせようとしても容易ではないであろう。このコアの部分に多少なりとも変化をもたらすためには、預金に準じるような安全性、流動性を提供しうる証券市場商品としてのMMF（ないしはMRF等。以下MMF）を普及させていくことが考えられる。

米国において、今日ほど強固な証券市場を中心としたマネーフロー構造が形作られることになったのも、まず1970年代にMMFが導入され、預金からの資金シフトが生じたことが大きく寄与している。こうして拡大したMMFは、CPを中心に運用されている（図7）。従って、個人の資産運用において預金からMMFのシフトが生じたのみならず、企業の短期資金調達も銀行借入一辺倒から、CP調達も積極的に活用される姿になったのである。すなわち、MMF、CPをビークルとして、個人のお金が、企業にファイナンスされるという、直接金融（あるいは市場型間接金融）が、ここに機能するようになったのである。

MMFの発展を阻害するCP市場の構造問題

わが国の場合、MMFを普及させる上でも一つの限界がある。これはわが国の場合、米

国のように CP 市場が発展していないことである。わが国の MMF の保有資産を見ると、公社債の他、預金やコールなど、銀行関連商品中心となっている（表 1）。しかし、銀行の発行する短期商品による運用に依存しては、銀行商品より有利な利回りは実現しえない。米国同様、高格付けの CP が潤沢にあれば、リスクをコントロールしつつ利回り向上に役立てることができる上、直接金融の拡大を実現できる。

CP 市場が発展していない最大の理由は、企業が市場実勢レートより低いレートで CP を発行し、これを銀行が保有していることである。銀行は企業とのリレーションを維持する上で、貸出から資本市場調達にシフトする企業に対して、有利な CP 発行を可能としているわけである。さらに最近では、銀行が保有する CP を日銀がオペで吸収することも行われているが、オペ適格の CP とそうでない CP の間で、同格付けであっても 10 ベーシス以上のスプレッドが開く状況が生じている。民間によるリスク評価とは関係なく、中央銀行の何らかの判断で民間個別企業の短期債務のコストに格差が生じているという構造である。

このように CP は、市場原理で価格が決定されていない商品であることに加え、安定的に発行されない商品であることもあり、MMF の運用対象になり得ず、MMF の普及の足かせとなっている。この問題が解消するためには、銀行や日銀の行動が今後変化していく必要がある。

図 7 米国 MMF の資産構成

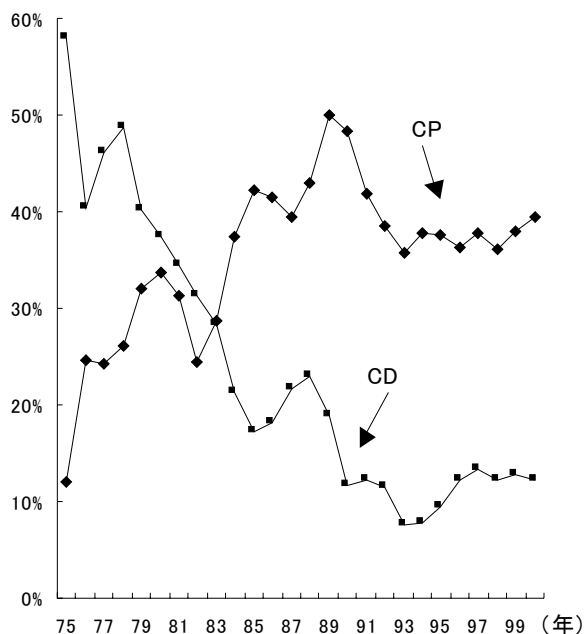


表 1 日本の MMF の資産構成 (2000 年 9 月)

(単位：百万円、%)

公社債	9,309,917	65.6%
預金	1,623,407	11.4%
(内) 譲渡性預金	1,618,007	11.4%
コール	2,232,927	15.7%
割引手形	4,999	0.0%
CP	1,061,683	7.5%
合計	14,200,876	100.0%

(出所) 投資信託協会

(出所) "Mutual Fund Fact Book" Investment Company Institute

むしろ悪化するMMF普及への環境

わが国では中期国債ファンドが、安全性、流動性を求める個人に、一定のアピールを持ったが、これも時価会計への移行により、従来の商品性のままでは存続できなくなる。また昨年より、MMFを含む投信に関し、目論見書の配布が義務づけられたことは、投資家にとってのメリットの向上よりも、MMFのコスト上昇につながるといった側面が大きかったという感は否めない。MMFの決済性を強化した証券総合口座の普及も思うように進展していない。このように、安全性、流動性を求めるわが国個人の圧倒的なニーズに、証券市場として答えることが経済、社会の発展と安定のためにますます重要となっているにも関わらず、環境はむしろ悪化していると言わざるを得ない。

後述するように、預金保険や銀行監督、中央銀行制度等によって支えられる銀行預金に大きく依存するよりも、MMFのような仕組みをもう一つの柱として並存させていく方が、経済的、社会的なコストやリスクが低くなると考えられる。従って、銀行預金とMMFのような証券市場商品との間の適切なバランスを追求していくことが、政策的に図られても良いと考えられる。

個人の財産に株式、投信を中長期的に位置付ける仕組みとしての確定拠出型年金とESOPの早期実現の必要性

MMFの普及は、現在の個人のニーズに即した証券マネーフローの拡大という意味で、重要な意義があるが、安全性、流動性を重視する商品設計がなされる以上、リスクキャピタルの供給には限界がある。かといって、そもそも何が変わろうと株や投信の購入には関心が無いと主張する7割強の世帯が、株や投信を自律的に購入していくという、少なくとも過去40年間生じなかったことを、俄に実現させるのは不可能である。そもそもこうした投資の未経験者が、株や株式投信の購入に向かうということは、十分なアドバイスを伴わなければ適切な結果を生まないであろう。

従って、わが国の7割強の証券無関心世帯が、自律的に、自己責任で株や投信を購入する姿を目標として何らかの対策を考えるのは、当面は非現実的かつ不適切であり、むしろ、無理のない形で、他律的、すなわち証券というものが、中長期的に自然と自らの資産の一部となっていくという姿をまず目指すべきと考えられる。

そうした仕組みとして機能することが期待されるのが、確定拠出型年金とESOP (Employee's Stock Ownership Plan、企業拠出による従業員持株制度) である。これらの制度の本来の意義や制度についての解説は、各種なされているため、本稿では繰り返さないが³、ここでは、わが国において重要とされる証券市場の機能強化という観点での意義を強調するものである。

³ 井瀧正彦、野村亜紀子、神山哲也「米国ESOPの概要と我が国への導入」『資本市場クォーターリー』2001年冬号参照

米国でも MMF、そして確定拠出型年金、ESOP を通じてマネーフロー構造の転換が進展

米国でも、確定拠出型年金と ESOP が 1970 年代半ばに導入され、徐々に一般個人に株式や投資信託が保有される素地が出来たが、その後、確定拠出型年金に関する税制措置の拡大、ベビーブーマーの高齢化、そして市場の好調もあり、90 年代にかけて株式や投資信託が、大きく普及することにつながったのである。

米国では、401(k)が、個人が投信保有を経験する重要な契機となっている。401(k)という制度の運用では、従業員への投資教育が重視されている。こうして投資に関する適切な教育を受けて証券を保有するようになった世帯が退職していくのに伴い、より自律的に証券会社のアドバイザーを選択したり、あるいはネットで自己責任で取引するようになっていくという形で、米国における個人投資家の厚みや洗練度が増していくこととなろう。

このように米国では、MMF の普及を通じて安全性・流動性を重視する個人の資金が、証券市場に流入するようになり、次いで ESOP や 401(k)を通じて蓄積されてきた個人の株式、投信保有が、大きなボリュームになることを通じて、マネーフロー構造の変貌が実現したのである。わが国においても、この両方の動きを通じることにより、マネーフローの構造的な問題が少しでも解決に向かっていくことが望まれるわけである。

上場投資信託（ETF）の導入

以上に述べた以外にも、投資経験に乏しいわが国の大多数の個人に、証券商品を普及させるための努力は各方面でなされていくべきであり、今後の証券会社の商品開発や関係当局による制度的な対応に期待される。

例えば、米国で近年急速に普及している上場投資信託（ETF）は、そうした商品の一つとして普及していくことが望まれる⁴。

一般の個人にとっての入門的な商品としては、広く銘柄分散され、パッシブな運用がなされるインデックス運用商品は適切であろう。ETF の場合、トラッキングエラーも無く、手数料も低廉である。株式と同様に、日中売買されるという点でも、個人にとってわかり易い商品と言えよう。

現状、わが国では、日経 300 投信が、ETF に相当する位置づけとなっているが、米国同様、投資家のニーズを踏まえ、様々なインデックスを背景とした ETF が、柔軟に導入する姿となることが望ましい。

⁴ETF については、岩谷賢伸「注目が高まる ETFs（上場投資信託）」『資本市場クォーターリー』2000 年夏号参照。

市場メカニズムが機能する環境の醸成

前節では、証券保有の裾野をこれまで証券を保有していなかった大多数のわが国の家計に広げなければ、わが国のマネーフロー構造は変化しないという観点から、MMFの普及、確定拠出型年金とESOPの導入、ETFの導入という3つの施策を紹介した。

こうした施策が効を奏するための大前提は、証券市場において公正で効率的な市場メカニズムが働く環境が整備されていることである。これが実現していない市場には、幅広い一般投資家を受け入れることは困難である。この観点から、ここでは次の3つの点に注目したい。第1は、株価が不当に低く評価されている場合に、これを調整するメカニズムとして、金庫株の保有やTOBを円滑に実行できる環境を整備することの必要性である。第2は、金融機関の行動が、証券市場における適正な価格形成を阻害している面があり、これを正すことである。第3は、税制面の配慮である。

株価が不当に低く評価されている可能性

金融セクターを除く東証一部上場企業（平成12年3月）のPBRは、図8に示されるように、1倍を下回る企業が半数を超えるという異常な状況にある。すなわち会計上の会社の価値よりも、会社の市場価値が下回っているのである。実際、99年に会社解散決議をしたある上場企業の場合、上場廃止直前の時価をはるかに上回る一株当たり残余財産が株主に分配されたというケースが報じられている。

大半のわが国主要企業でPBRが1倍以下となっている状況は、株式市場が正常に機能していない可能性を示すものと言えよう。これを修正する方向に働きうる仕組みで、諸外国では機能しているが、わが国で十分機能していると言い難いものが、自己株式取得とTOBである。

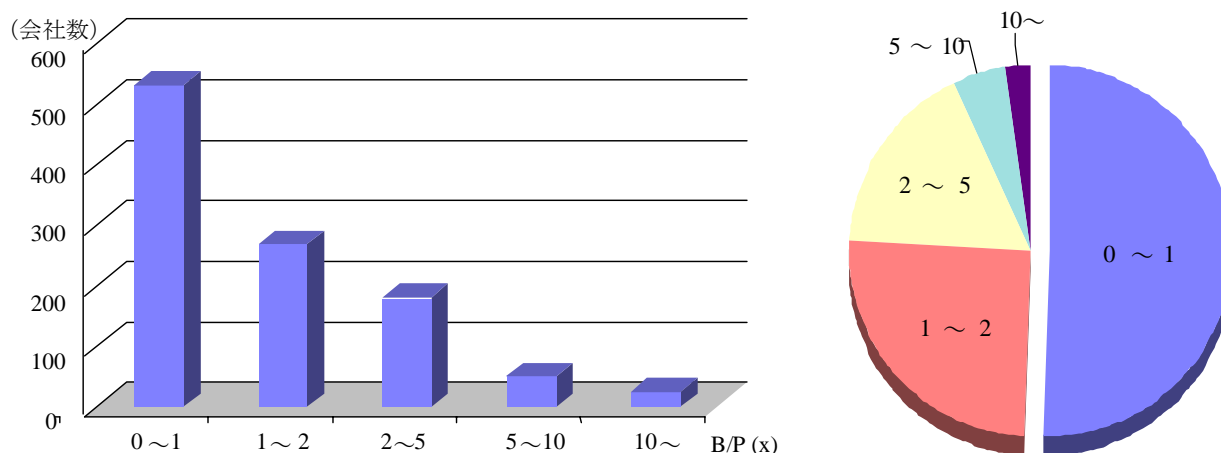
金庫株の導入

自己株を取得し金庫株として保有する計画の発表は、発行会社による業績に対する自信の表明と、株価が割安な状態にあるというアナウンスメント効果またはシグナリング効果により、株価の上昇につながる傾向があると言われる。

現状、自己株の取得については、消却目的やストックオプションなど特定の目的に限定し認められているが、より柔軟かつ機動的な買入れを可能とする金庫株の解禁も一定の意義を持つと思われる⁵。

⁵ 橋本基美「注目される金庫株の解禁」『資本市場クォーターリー』2001年冬号参照。

図 8 上場企業（除く金融）の PBR 分布



(注) 対象は平成12年3月期決算の東証1部上場（除く金融業）。
 純資産は平成12年3月期末時点（連結ベース実績値）、株価は平成12年3月末時点。
 (出所) 野村証券

TOBのメリット

TOBは、個別企業の市場における評価を修正することはもとより、企業改革を通じた企業価値向上につながる効果も持ちうる手法であるが、わが国では例が少ないが、諸外国では、より一般的に行われている。

わが国の場合、米国等で一般的に行われている株式を対価とするTOBは、新株式発行や現物出資に該当するため、煩雑で実施しにくいと言われる。この点、手続きを簡素化していくことが考えられる。また上記の金庫株の解禁が実現すれば、金庫株の利用という形で株式対価のTOBを円滑に実施するという効果も期待できる。

なお、TOBにおいては、株価面で有利なオファーがある場合、当該株式を保有する企業、銀行、機関投資家として、これに応じる、応じないという判断は、自らの株主や委託者に十分合理的に説明のつく形でなされるべきであることは、言うまでもない。

伝統的金融機関の行動が阻害する証券市場の活性化

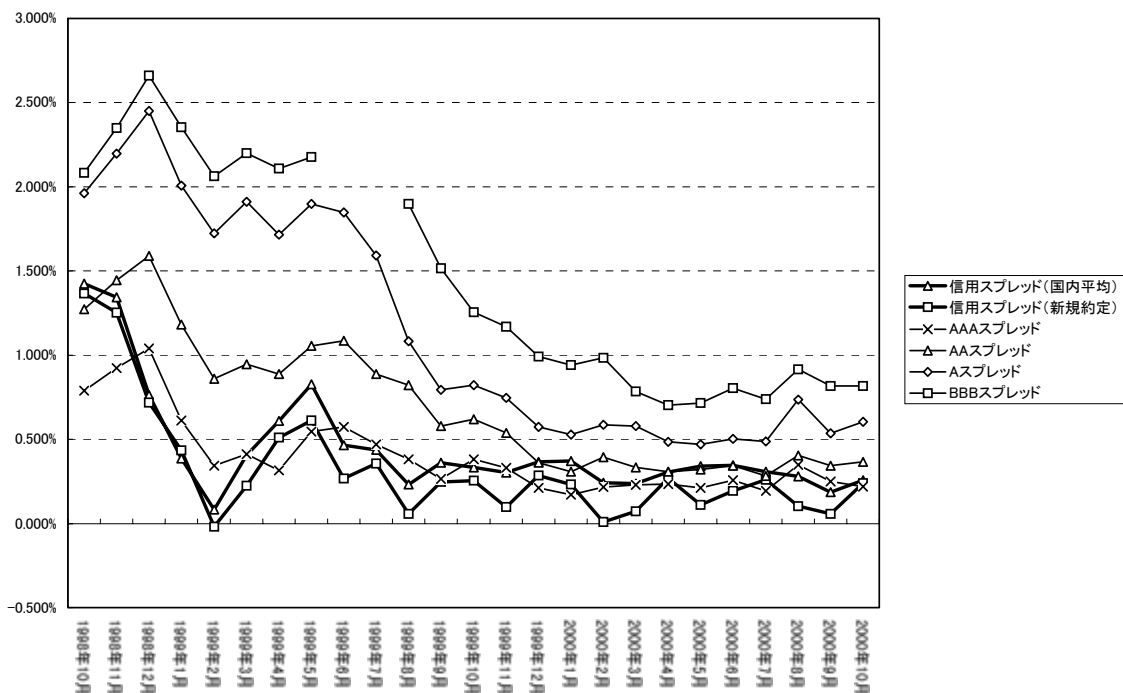
証券市場において各種の改革が実現したものの、証券市場を通じたマネーフローが拡大しない一因として、金融機関の行動にも問題があると考えられる。ここも正さない限り、今後追加的にいくら証券市場分野の対策を検討しようと、その効果には限度があろう。

先述の通り、CPが市場実勢金利で潤沢に発行されていないことが、MMFによるCP保有を通じた短期マネーフローの市場型間接金融化が実現しにくい一因である。そしてこれは、銀行が、必ずしも市場実勢に見合った金利によるCP発行を企業に求めていることが背景となっている。

銀行の貸出自体が、貸出先のリスクを十分反映しないレート設定になっているという問題がある。すなわち、銀行の貸出先は、社債格付けの対象にならないような中小企業も多いが、銀行貸出の信用スプレッドは、AAA格付けの社債を下回ることが多い(図9)。

企業が銀行から安価に借りられる体制が続く限り、CPや社債市場の本格的な発展は望めない。もちろん、これは企業にとっては一見好都合かもしれないが、この結果、わが国の銀行の低収益構造が続き、不良債権問題の解消も長引くのであり、企業も経済低迷・市場低迷という形で、コスト負担を免れ得ないのである。

図9 信用スプレッドの現状と社債格付けスプレッドとの関係



(出所) 日本銀行、日本格付情報センター

銀行が従来型のリレーションに流されず、市場原理に則った行動を取らなければ、健全なTOBもわが国の市場では機能しにくいであろう。銀行にとって有利な価格のオファーが来ても、合理的な理由なしに持株を手放さないようなケースがあるとすれば、当該企業の市場価値向上を阻害するかもしれないのみならず、銀行にとっても適正な利益追求の機会を逃すことにもなりかねない。

間接金融偏重体制の保持を優先する政策が続く

今、わが国の銀行システムは公的資金の投入によって保護されている状況にある。日銀

の CP オペも、金融システムの維持のために実施されている。しかしこうした措置は、旧来型の銀行行動を改めていくという配慮を十分伴って行われなければ、市場を通じた価格メカニズムに歪みをもたらし、銀行偏重のマネーフローからの転換を阻害することになるという点に留意しなければならない。

公的資金導入、日銀の CP オペの他、中小企業向けの貸出を銀行に強いる姿勢、さらには、ペイオフの延期や銀行のリスクを反映しない現行の預金保険制度等々、今のわが国は、証券市場を通じたマネーフローを拡大させるというよりも、従来型の間接金融を保持する方向に働く施策の方が目立っていると言わざるをえない。

マネーフロー構造改革を目指した税制改革が不可欠

利子等他の金融資産所得への税率が 20%であるのに対し、株式譲渡益について税率が 26%となっていることはバランスに欠く。売買損失を他の所得と通算したり、繰越ができない点も問題である。また、長年、指摘されてきた問題であるが、配当二重課税も、証券市場を通じたマネーフローを相対的に不利にし、効率的な市場メカニズムの発揮を阻害するものとして、その是正が改めて議論されているのは、当然のことと言えよう。

今、わが国に必要なことは、証券市場を通じたマネーフローのウェイトを増大させる政策であることを考えると、単に税制的な中立を回復する以上の措置も検討に値しよう。すなわち、証券投資に関する少額非課税制度の導入、長期保有株式の株式譲渡益課税の非課税措置または軽減措置等の配慮である。

貯蓄増強政策から証券投資増強政策へ

わが国は、かつて経済発展のために貯蓄増強運動を展開してきた。ただ、貯蓄といっても預貯金が念頭にあり、少額貯蓄非課税制度も、銀行預金を対象としたものであった。すなわち税制優遇を通じて政策として銀行預金を奨励し、銀行を通じたマネーフローを拡大させてきたわけである。銀行の健全性が揺るがないような銀行の規制・監督が実現できた時代は、銀行預金の奨励は、結果的に銀行を通じたリスクキャピタルの投融資を円滑にすることにもつながったが、本稿で再三強調しているように、今や銀行が担いきれなくなったリスクを、税金で負担せざるをえなくなっている時代である。

今のわが国に必要なのは、預貯金を重視した貯蓄増強政策の負の側面に対応し、証券投資増強政策を打ち出すことである。表面的な税収減への懸念もあろうが、税制優遇も伴って形成された銀行偏重のマネーフローが、結果的に大きな経済的・社会的コストをもたらしているという現実の反省に鑑み、また一般個人の証券投資への関心を高めることは、民間ベースの努力のみでは容易では無いと見られることから、証券投資への税制的配慮は検討に値するものと考えられる。

21世紀型マネーフロー構造を目指して

グローバルに重要となるマネーフロー構造問題

銀行を通じたマネーフローと証券市場を通じたマネーフローの適正なバランスを確立しなければならないということは、わが国において特に問題であるが、わが国固有の問題ではない。ましてや、目先の株安への即効性ある対策といったレベルの議論に終わるべきではない。この問題は、20世紀の反省の下に、今後、各国において真剣に取り組まれていくテーマであると考えられる。今回の証券市場活性化論議は、この21世紀の主要国の課題に対するわが国の取り組みの始まりと位置付けるべきであろう。

銀行システムと証券市場のバランス

証券市場が一国のマネーフローにおいて機能するためには、取引所や決済機関といったインフラや、投資家保護の様々な法制度や仕組みが整備されると同時に、プロフェッショナルな発行体、証券会社、そして投資家が存在しなければならない。

しかし、こうした証券市場の発達には時間がかかり、各種の試行錯誤も伴うため、近代国家においては、銀行システムが急速に発展したわけである。一般大衆が手軽に安心して貯蓄を提供できる仕組みであり、事業のリスク・リターンを評価する専門家が、その資金を事業のために融資する仕組みである銀行システムは、その決済機能と相まって、あらゆる国の経済で普遍的な重要性を持った。

元利保証で預金を集め、リスクのある事業や資産にその資金を投じることができるという銀行システムは、本来的には大きなリスクを伴うものである。しかしこのメカニズムが資金の出し手にとっても、取り手にとってもメリットがあり、ひいては国民経済的なメリットがあることから、その潜在的なリスクを厳格な銀行監督や最後の貸し手としての中央銀行制度を通じて減殺する措置をとりながら、機能させてきたわけである。

ところが現実には、20世紀の前半と後半それぞれにおいて、日米欧の主要国を含め、世界各国が、大規模な銀行システムの破綻を経験した。とりわけ銀行システムの比重の高い日本は、この問題から立ち直り切れずに、重い後遺症を抱えたまま21世紀を迎えている。

預金や貸出を通じた資金仲介を行う銀行システムが、経済・社会の円滑な運営に不可欠であることはいうまでもない。このため銀行にしか認められない業務がある一方で、銀行への適切な監視・監督は不可欠である。この点は、21世紀も続く枠組みであろう。問題は、バランスである。銀行システムに企業や個人が依存しすぎることで、そして銀行の運営が不健全であり、監視・監督が不十分であることのリスクは極めて大きいという20世紀の教訓は無駄にすべきではない。

MMF から銀行預金へのシフトが組織的に進展する米国

銀行システムと証券市場のバランスをうまくとらなければならない、という課題は、日本のみならず、銀証分離が撤廃された米国でも議論が高まっていくものと思われる。すなわち、メリルリンチは、2000年の夏より、証券総合口座内の新規の短期資金流入分について、MMFでの運用を止め、傘下の銀行預金で運用する仕組みとした。この結果、2000年第3四半期末で、メリルリンチの預金残高は、380億ドルに達した（2000年3月末は70億ドル）。このペースでいけば、2002年末には、預金残高が1700億ドルという全米第三位の銀行が誕生しかねない。

2001年1月には、ソロモンズミスバーニーも、MMFにある顧客の資金を、6つのシティグループ傘下の銀行口座にスweepさせるプログラムをスタートさせた。アナリストらによれば、2行の銀行を使い20万ドルまでの預金保険対象預金を提供するメリルリンチのプログラムに対し、60万ドルまでの預金保険対象預金を提供するソロモンのこのプログラムは、より大きなインパクトを、金融システム、特に預金保険制度に与えるだろうということである。

預金保険の存在と目論見書の問題

大手証券会社が、MMFではなく預金を重視するようになったのは、預金保険を付与できることに加え、目論見書などの証券関連商品特有のコストも削減できる、という点が理由に上げられている。

米国では、90年代後半以降、投信の情報開示の各種の改善が導入され、その一環として、例えば、家族で同じファンドに投資している場合など、投信目論見書等の配布は、一住所につき一部で良いとされた。この結果として、業界全体で数千万ドルのコストが削減されるという⁶。それでも、そもそも目論見書の配布など不要で、金融商品販売の説明義務なども不要な預金に比べてコストがかかる商品とみなされていることが、上記の事例より伺われる。

昨年新たに投信の目論見書が要求されたわが国でも、目論見書に関する米国並みの改善が期待されるのは、当然であるが、そもそも、MMFのように原則として短期で安全性、流動性が高い資産で運用されるはずの商品でも、目論見書の交付や説明が不可欠とされ、不動産や株を含めた運用が可能な預金には、こうした義務が不要であること自体が、均衡を欠くようにも思われる。

銀行商品と証券商品の差異は今後いかにあるべきか？

金融業態間の垣根の撤廃や、証券化の進展により、銀行の商品と他の金融商品の区別があいまいになってきたと良く言われる。しかし、ここにきて、かえって貸出や預金などと、

⁶ 野村亜紀子「効果的・効率的な情報開示を目指す米国投信業界」『資本市場クォーターリー』2001年冬号参照。

証券の本質的な差異が浮き彫りになってきているといつてよい。

従来より銀行を通じた決済システムに内在するリスクへの対応としてナローバンクの設立が論じられるが、こうした特殊な銀行を新たに導入するまでもなく、一定の決済機能を有する MMF の普及が実現した米国は、システム全体としてナローバンク的機能を有し、銀行偏重のリスクをある程度軽減できていたと思われる。しかし、今生じている MMF から銀行預金へのマネーフローの大きな転換は、この点に対する挑戦といえる。当面、預金保険制度の改革が焦点となるが、預金と証券の本質的な差異の問題に踏み込んだ議論に発展するかどうか、注目したい。

望まれる 21 世紀型マネーフロー構造のビジョン

もともと、米国では、銀行システムのウェイトが日本に比べてはるかに小さいため、問題の深刻さも日本の比ではない。世界の中で、銀行システムと証券市場の適正なバランス構築が今もともと求められているのが、わが国である。20 世紀型の銀行・証券システムとは異なる、新たな 21 世紀型のマネーフロー構造の構築につながるフレームワークを、わが国は他国に先駆けて模索すべきポジションにあると言えよう。

その意味でも、間接金融偏重体制をサポートする政策をとり続け、ビッグバンの公約をないがしろにし、結果として閉塞状態に陥っている状況から速やかに脱する必要がある。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のである。

（淵田 康之）