

投資の時代へ

淵田 康之

楽観と悲観の交錯する年明け

新たな年に入り、今年1年、そしてその先の時代を展望する議論が、例年同様賑やかに行われている。2005年は主要行の不良債権比率半減目標が達成され、企業収益の回復、株価上昇を背景に、企業経営者のマインドも消費者のマインドも大きく好転した。9月の衆議院選挙で示された小泉改革への国民の強力な支持もあり、海外投資家も日本の先行きに自信を深めた。2006年についても、こうした基調を引き継ぎ、楽観的な展望も多く、各種の議論の焦点は、デフレ脱却と金融政策の転換はいつか、そして戦後最長（57ヶ月）だったいざなぎ景気を上回る景気拡大となるかどうか、といった点になっている。さらには、楽観を通り越して、土地や株のバブルが生じつつあるのではないかと、といった懸念すら生まれるに至っている。

これに対して、悲観一辺倒の論調はさすがに少ないものの、先行きを懸念する声も根強い。その理由としては、米国・中国経済の動向や原油価格の行方といった不確実性を伴う外部要因ももちろん指摘されるが、既に昨年からは始まった人口減少や容易に減少が見込めない巨額の公的債務残高の問題といった確実に起こりつつある国内要因も大きなウェイトを占める。さらに不平等化の進展も問題視されており、「下流社会」、「希望格差社会」といった言葉が流行している。

バブル懸念すら語られ始めると同時に、量的緩和の解除や脱デフレ宣言にはまだまだ時期尚早といった議論も続いているという一見奇妙な構図も、現実となった景気回復、株価上昇といった繁栄の兆候と、現実となりつつある経済規模の縮小、負担増大、格差拡大といった衰退・混迷の兆候の両方が視野に入る故に生ずる現象であろう。

この楽観と悲観の交錯という構図は、本年の特徴というよりも、失われた15年を克服した後のわが国の経済論調を暫し支配していくものとなっていくのかもしれない。まず言うまでもなく、人心に悲観を生み出す材料には、将来的にも事欠かない。人口減少はいまさらいかなる有効な少子化

対策を導入し、また相当極端な移民政策を実行しても当面歯止めはかからないという現実がある。また 2011 年度までのプライマリーバランスの均衡化実現、さらにその後の政府債務残高の抑制目標は、国の威信をかけて実現させていかねばならない。この結果、財政が中長期的に景気抑制的に働き続けるのであり、これは成長期待減退の方向に作用し続けよう。

一方、楽観的な見方を支持する要素も、今後継続的に存在すると考えられる。というのも、現在の景気拡大は循環的な要素だけでは説明できず、日本経済が構造的な変革を一定程度実現したと考えられるからである。

今や官民のいずれのレベルにおいても、かつてのように事あるごとに財政刺激に依存するのではなく、民間活力を生かそうという発想が相当程度定着し、今後においても市場化テストの全面的導入も追い風となり、官から民への流れは基調として続いていこう。巨額の公的債務は足かせであると同時に、財政刺激への甘えを断ち切り、官主導の非効率な経済活動の是正を迫り続ける原動力ともなる。

企業はバブル崩壊後の設備過剰、雇用過剰、債務過剰という 3 つの過剰を克服し、ようやく前向きな投資を活発化させる段階に入った。これも循環的な過剰問題の減少という性格の変化ではなく、構造的に企業セクターにおける過剰問題が再現しにくい体質への変化が実現したといえよう。何故ならば、株式持合いの劇的縮小やガバナンスに関する意識・ルールの向上の結果、市場からのプレッシャーが格段に働く時代となっているためである。

企業価値増大への努力を怠れば、敵対的買収にも晒される時代である。これに対して安易な買収防衛策を弄することは、株主からは受け容れがたい。かつては持ち合いに応じた先も、自らの株主の評価に晒されている。今、上場企業全体で見ると株式の 23.7% (時価ベース) が外国人投資家によって保有されており、主要企業においてはこの比率は 4 割以上となっていることも珍しくない。かつての日本的論理が再び通じる時代ではもはやない。

今後については、このように楽観すべき要素と悲観すべき要素が、漠然とではなく相当程度明確に確認できるのである。問題は、楽観と悲観の交錯の時代を経て、その先に悲観が支配する時代となるのか、それとも楽観が台頭し、一部に言われるように日がまた昇り、黄金の日本が実現するのか、という点である。

将来を左右するのは、構造改革が現実に生みつつあるプラスの果実を、徒に消費してしまうのではなく、既に相当程度視界に入っている悲観材料を少しでも克服する方向に活かしていくことができるかどうかという点にある。楽観や悲観のどちらかに振れるのではなく、また振り回されるので

もなく、将来のためにやるべきことをやらなければならない時代なのである。今の果実を、将来のために活かすこと、すなわち「投資」が問われる時代の幕開けである。

投資の時代に向けて

投資には2種類ある。一つは設備投資に代表される実物投資、もう一つは、株式や社債等に投資する金融投資である。どちらも手元のお金を単に消費せず、将来的にリターンを生む形で活用するという点において変わりはない。実業に資金を投じて将来キャッシュフローを拡大させる機会と能力がある者は、実物投資を目指し、そうした機会や能力を当面持ち合わせない者は、金融投資を行い、実物投資をファイナンスする。両者に投資マインドがあり、また両者をつなぐ金融システムが機能しなければ、経済に将来はない¹。

投資が投資と呼ばれるに値するには、リスク・リターンを見極め、投資先を慎重に選別し、将来に向けたプラスのキャッシュフローを能動的に追求していく姿勢で行われなければならない。この点において、日本は過去とは異なる対応を迫られる時代に既に入っている。

実物投資においては、高度成長期のキャッチアップ・プロセスの時代には、不確実性が少なく、銀行融資を背景に思い切った投資を行うことができた。しかし日本企業が様々な分野でトップを競う時代に入ると、投資採算の不確実性が高まった。固定為替制度から変動為替レート、固定金利から自由金利への転換というレジーム転換も生じた。リスク・リターンの見極めという点では、格段とレベル向上が要求される時代に、相当以前より転換しているのである。

しかし80年代半ば、自由化・国際化が標榜される中、金融機関はリスクを十分見極める体制を構築しきれないままリターン拡大を目指して融資を積極化させた結果、バブル的な資産価格の上昇と過剰投資の時代が生じた。将来キャッシュフローよりも、担保・保証に過度に依存した融資慣行の存在もこの傾向を煽った。本来、リスク・リターンを従来よりもはるかに慎重に見極める行動様式に転換すべき時代に入っていたにも係らず、信用拡大と資産価格上昇の結果、経済主体にユーフォリアが蔓延してしまった。本来の実物投資行動が普及していくどころか、全く逆の姿が一般化する状況に陥ったのである。

¹ 所得のうち消費しなかった部分は、経済学的には貯蓄とも言われる。個々の経済セクターで見れば、貯蓄が全て金融投資に向かう訳ではなく、実物投資や金融負債の返済に向かう部分もある。同様に実物投資は、金融投資によってのみファイナンスされるのではなく、自らの内部留保や金融資産の取り崩しによっても賄われる。ここでは単純化した議論をしている。

この結果生じた3つの過剰の問題を克服することが最優先とされてきた時代を経た今日、ようやく日本の経済主体は、本来の意味での実物投資を実践する段階に入っているのである。

個人の金融投資においても、今日に至るまでリスク・リターンを見極めて投資先を選別していくというよりも、安全確実な預貯金を指向する姿勢が大勢であった。その一方で、強引なセールスや常識ではありえない安易な儲け話に乗せられ、非合理的なリスクを無意識に負担してしまう投資家も後を絶たない。これも販売・勧誘業者の問題もさることながら、主体的に投資を考えようという姿勢が、個人に普及していないという現実を示している。

このような金融投資の姿勢が一般的な状況では、格段に不確実な経済環境に直面しつつ、グローバルな競争に勝ち抜いていかなければならなくなった日本企業の投資を円滑にファイナンスし続けることはできない。また、個人にとっても、高齢化が進む一方、巨額の公的債務問題への対応として歳出削減や税・社会保障負担の増大が要請される中で、保有する金融資産のリスク・リターンの適正化が主体的に意識されていないのであれば、自らの将来への備えも不安になろう。

次に述べるように、企業においても個人においても、行動様式の変化は生じているように思われるものの、まだまだあるべき姿には程遠い。実物においても、金融においても、本来の投資が活発に行われていく時代への転換が不可欠なのである。

進展しつつある実物投資改革と遅れたままの金融投資改革

相対的に言えば、企業の実物投資を取り巻く環境の改善の方が、個人などの金融投資を取り巻く環境の改善よりも進展している。言い換えれば、企業行動、企業と銀行の関係、企業と資本市場の関係については大きく変化したが、個人と銀行、個人と資本市場の関係の変化は遅々としているのである。

前者の関係変化を促すための改革は、実に多面的に行われた。担保・保証に過度に依存した融資慣行の見直し、産業再生法、民事再生法や産業再生機構等を通じた産業再生の促進、金融再生プログラムを通じた銀行行動の改革と企業への融資の徹底的な査定・見直し、SPC法の成立・改正など証券化や資産流動化の円滑化、商法改正による自社株買いの規制緩和や委員会等設置会社の導入、ディスクロージャーの強化、会計監査の厳格化、金融商品時価会計や減損会計の導入等々である。さらに本年、新会社法が施行される。

大手企業や主要銀行における抜本的な事業の見直しや統合・再編、企業再生の活発化、持合いの解消、自社株買いの実施や配当拡大、敵対的買収の動き等々は、このような改革を背景に進展してきたと言える。そして実際に3つの過剰が解消され、企業収益が改善し ROE が大きく向上してきたことは、これらの改革の成果として評価できよう。

しかし日本企業の ROE の水準が国際的なレベルに比べてまだ低いことや、先述したような今後の悲観要因がある中での経営を迫られることから、まだまだ現状に手放して満足するわけにはいかない。そもそも企業セクター全体で貯蓄超過が続き、現預金保有高が最高水準にあるという現実が示すことは、企業における投資の時代の本格化はまだまだこれからであるということである。

後者、すなわち個人の金融投資行動の変革を促す改革も各種実施されてきた。とりわけ 2001 年以降、「貯蓄から投資へ」が小泉改革における一つの柱として打ち出され²、証券税制改革、ETF の導入、証券仲介業の導入、ラップ口座の導入円滑化策、株式投資単位の引下げなどが実現した。ディスクロージャーや不公正取引への対応も拡大に向上した。

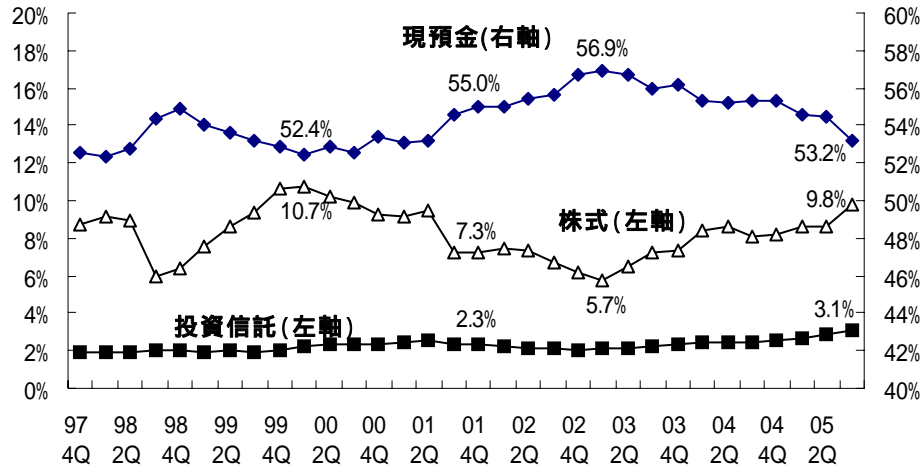
また「貯蓄から投資へ」を実現させることを主たる目的とした措置ではないものの、ペイオフ解禁や日本版 401 k の導入も、個人の主体的な金融資産選択を促す効果を持つ措置であった。さらに、金融庁、取引所、証券業協会、一部の証券会社等において、積極的な投資教育活動が展開されるようになったことも特筆に値する。

しかしながら、個人金融資産に占める現預金の比率は、「貯蓄から投資へ」が宣言された 2001 年 6 月末も 2005 年 9 月末も、53.2% と全く変化が見られないというのが現実であり、個人の金融投資が本来あるべき姿に転換したとは全く以って言いがたいのである（図表 1）。

確かに同図に示されるように、株式と投資信託の比率は若干ではあるが当時に比べて上昇している。しかし、株式については価格上昇効果によるものであり、個人の株の売り越し基調は続いている（図表 2）。株価上昇基調の下で、個人が株を売り越しているということは、値上がり益を享受できていることかもしれない、必ずしも否定的に考える必要はない。また、米国でも個人は投信保有を増大させる一方、株については継続的な売り越し主体である。ただわが国の個人金融資産に占める株式・出資金の比率は、2001 年末の時点で 7% であったが、G7 諸国中最低水準であった。それも日本に次いで同比率が低いイギリスでも、13% という水準であったことが

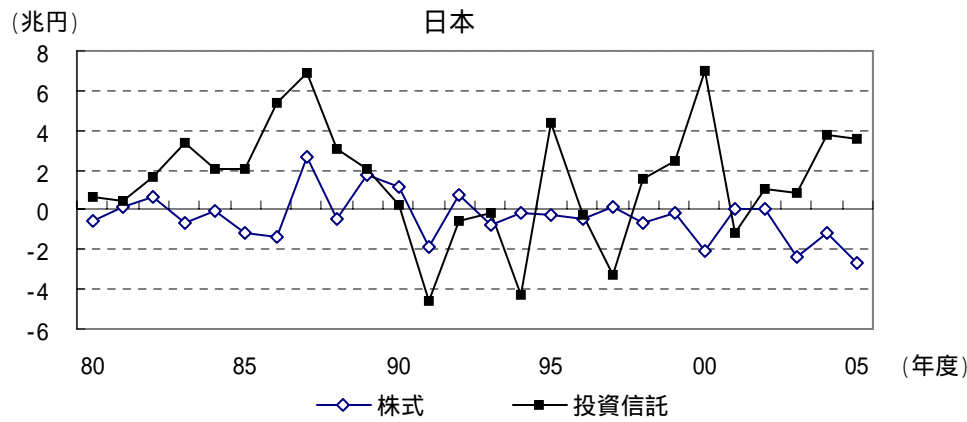
² 言うまでもなく、この場合の「貯蓄」は、所得 - 消費という経済学的な意味での貯蓄ではない。「貯蓄から投資へ」とは、個人金融資産の構成が、預貯金のような投資性の低い資産に偏重した構造から、株式等の投資性の高い商品にも分散された構造に転換すべきということである。

図表1 日本の個人金融資産に占める各資産の割合

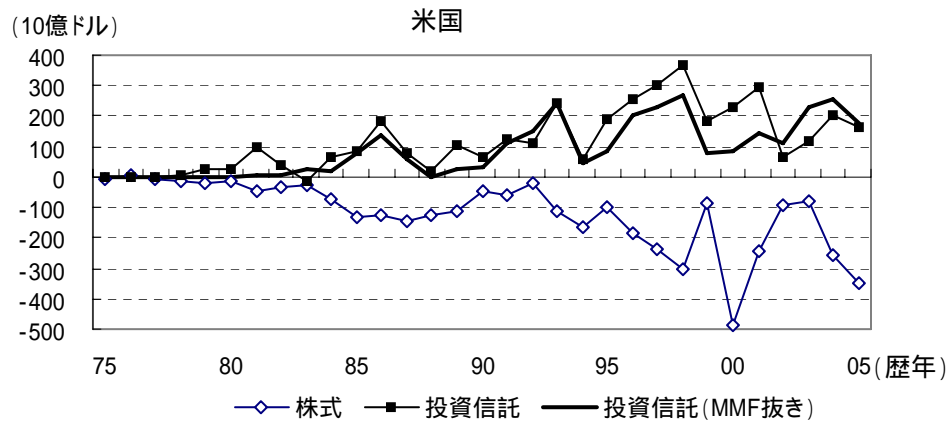


(出所) 日本銀行『資金循環勘定』より野村資本市場研究所作成

図表2 家計における株式、投資信託への資金流入動向



(注) 2005年度については第2、3四半期の合計。株式は出資金を除く。
 (出所) 日本銀行『資金循環勘定』より野村資本市場研究所作成



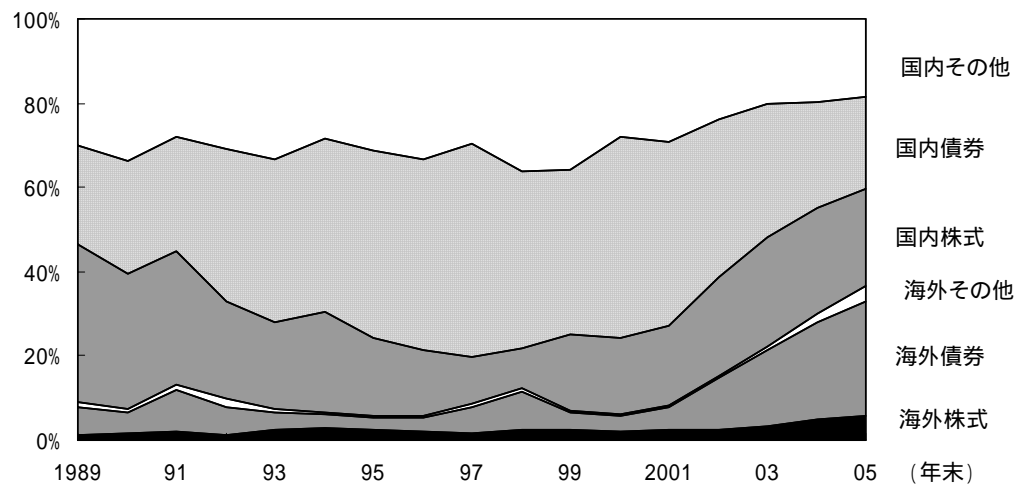
(注) 1. 対家計非営利団体を含む。株式には外国株式も含まれる。
 2. 2005年については第1～3四半期の合計。
 (出所) FRB Flow of Funds Accounts より野村資本市場研究所作成

らしても、わが国個人の株式保有比率は異常とも言えるほど低い³。従って、日本がこの状況から転換していく過程にあるならば、個人の株式投資が買い越しになる局面が生じてもおかしくないと考えられるのである。

投信についても、個人金融資産に占める比率は 2001 年に比べて若干上昇したが、海外のソブリン債に投資する毎月分配型の投信の保有が増大したことの寄与が大きい。このことは、図表 3 に見られるように投信の運用資産内訳に占める海外債券の比率が近年急速に上昇していることから確認できる。こうした商品には一定の合理性はあるものの、これほど個人の証券投資において、外債投資のウェイトが高まることは、真にわが国の個人が主体的にリスク・リターンを見極めた投資判断をするようになった結果と言えるかどうかは、疑問無しとしない。2005 年に入り、高配当株式や新興国銘柄への投資、あるいは不動産等も含む複数資産分散投資等を謳った投資信託への多様化もようやく見られるようになったばかりである。

このように個人の金融投資については、様々な改革が行われてきたものの、現状ではまだ成果が現れるに至っていないと評価せざるをえないのである。

図表 3 投資信託の運用資産内訳



(注) 2005 年は 11 月末時点の数値。その他には預金、CP 等が含まれる。
 (出所) 投資信託協会資料より野村資本市場研究所作成。

³ 日本銀行「資金循環統計の国際比較」2003 年 12 月による。

大衆消費時代から大衆投資時代へ

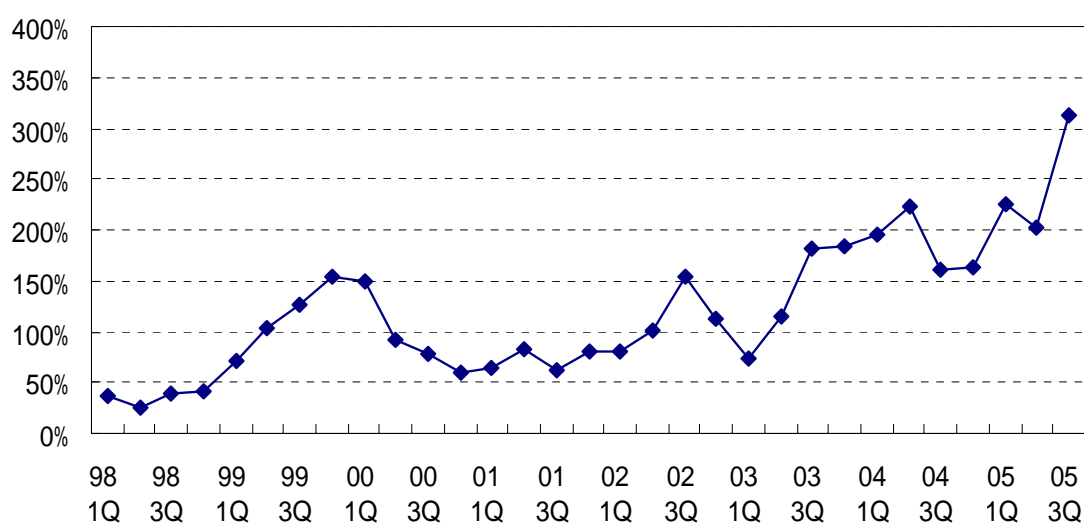
個人の株式保有が依然として諸外国から見ても低水準にあるにも係らず、売越しの状況が続き、投資信託の購入についても、まだまだ毎月分配型の海外債券投資タイプ一辺倒とも言える状況であるにも係らず、世情では個人の投資が過熱しているという議論も活発になっている。

先述したように、個人の株式保有がネットでは減少している一方、個人の株式の売買代金が昨年1年間で急増していることは、回転率が高まっているということを意味する。売買代金を時価総額で割った数字で回転率を推定してみると、図表4のように急上昇している。

個人の活発な投資を背景に、東証一部の年間売買代金は572兆円と過去最高を記録した。委託売買代金に占める個人シェアは、33.1%となった。これは、1988年以来の高水準である。また2005年11月8日には、住友金属工業の株が、5億株を越す商いを記録したが、この日の約定件数は3500件強であり、4.6秒に1回の割合で取引が成立したことになるとして大きなニュースとなった。

このような個人の活発な売買は、インターネットを通じて高速の売買を繰り返すデイトレーダー的な個人投資家の台頭によるものと言われる。図表5に見られるようにインターネット証券口座は、着実に増加し800万口座近くとなっている。単にインターネットの利用により、手軽に証券投資

図表4 個人の売買回転率（年換算）の推移



(注) 1. 売買回転率 = 売買代金 / ((前四半期末時価総額 + 当四半期末時価総額) / 2)

2. 個人の売買代金は、主要三市場及びジャスダック取引所における取引代金を元に計算。

(出所) 東京証券取引所資料、ジャスダック取引所資料、日本銀行『資金循環勘定』より野村資本市場研究所作成

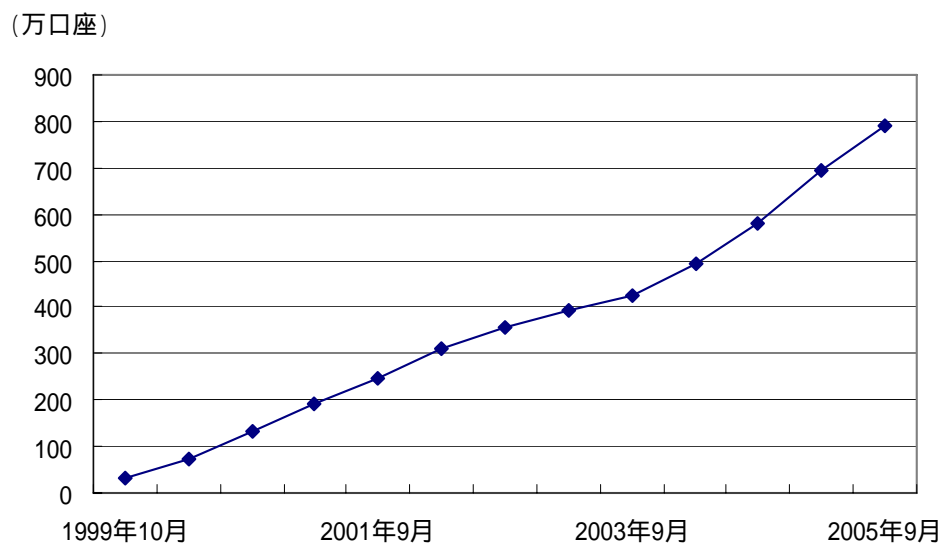
が行われるようになったというだけでなく、各証券会社が手数料設定に創意工夫を凝らした結果、頻繁な証券取引も従来よりはるかに低コストで行える環境が実現している。

個人の株式の保有比率自体は、まだ顕著な上昇を示しているとは言えないが、裾野の広がりも進んでいるようである。例えば株式保有世帯数は上昇を続けている。また実際の投資行動にどの程度つながっているかどうかは確認しようがないが、昨年秋以降の相場の力強い上昇過程の中で、経済雑誌やマネー雑誌はもとより、女性向け週刊誌や小学生向けの学習雑誌に至るまで、こぞって株式特集や投資特集を企画したことも、個人の投資への関心を一段と高める方向に作用したと思われる。また、村上ファンドやホリエモンのように、アクティビスト的言動や敵対的な買収も辞さない投資行動が、センセーショナルなまでの注目を集めたことも、株式市場一般に対する世間の関心を大いに高揚させたと言える。

こうした株式市場の動向を一種行き過ぎとみなし、特にデイトレーダーのような投機家の行動や、若年層にまで広がる株式市場への関心の高まりを異常視する言説もしばしば見られるようになってきているが、こうした批判は必ずしも妥当とは思われない。

まず、先述のように現実のデータを冷静に見れば、個人の株式投資がネットで拡大しているわけではない。個人株主の裾野が広がりつつあるとしても、米国の株式保有世帯数（投信を通じた投資を含む）が 5000 万世帯を超えているのに比べて、わが国は株式保有世帯と投資信託保有世帯を

図表 5 日本におけるインターネット取引口座数の推移



(出所) 日本証券業協会資料より野村資本市場研究所作成

単純合計しても、1000 万世帯に満たない。少なくともある経済雑誌が特集したように「一億総投資家」時代が幕を開ける、と言うにはほど遠い状況であることはいうまでもない。

また、個人のデイトレーダー的動きが台頭していることを問題視することも疑問である。頻繁な取引者は、証券市場にとって貴重な流動性を提供しているし、また売り買いの一方に大きなポジションを持続的に持つというより、短期の手仕舞いを繰り返しているのであれば、必ずしもリスクの高い投資行動とはいえない。

そして何よりも、インターネットの普及など IT 革命が進展し、手数料も劇的に低下した時代において、個人の株式投資は、過去の常識を超えたものになっていくという認識が必要である。戦前の株式市場は山高帽を被った資産家が目立つ市場であった。戦後は機関投資家のようなプロの投資家が台頭する時代となった。しかし、今や広大なトレーディングフロアも、高度なワークステーションも、高額の情報ソースを持たずとも、一昔前のプロ投資家を上回る投資行動を個人ができる時代となっている。

喩えは適切ではないかもしれないが、かつて一握りの貴族の趣味の世界であったギャンブルやスポーツが、庶民の娯楽や知力・体力作りの場に変化していったプロセスにも似ている。ましてや、宵越しの銭を持たぬ生活様式が讃えられる時代ではなく、ゆりかごから墓場までを国が面倒を見てくれる体制への幻想も疾うに消え失せている時代である。このような時代において、一般の個人にとって投資を実践していくことは、食べること、働くこと、寝ることなどと同様の日常生活における基本動作の一つになっていってしかるべきなのであり、特別な視線を浴びること自体がおかしいのである。

これからは大衆消費の時代を経て、大衆投資の時代に入っていくといってもよいであろう。そこにおいては、投資のための制度インフラ、システム・インフラのあり方も従来の常識は通用しない。プロが整然とプレイする場ではなく、桁違いに多様且つ多数の取引が飛び交う世界となる。取引システムにしる諸制度にしる、このような世界を前提としたインフラ設計が必要なのである。また、飲食、娯楽、教育など様々な分野がそうであったように、かつて一握りの富裕層の世界に限定されていたものが、大衆化していく過程で、様々な産業が急拡大した。大衆投資時代の投資サービス産業も大きな変貌を遂げていき、そこで台頭する業者も、過去のメインストリームの業者とは異質な顔ぶれとなっていくのかもしれない。

政治スローガンではなく日常動作としての改革を

ただデイトレーダーが、この大衆投資時代の主役であってはならないであろう。自らのライフプランやリスク・リターンへの考え方をそれなりに持ち、投資対象のファンダメンタル・バリューも推し量りながら、中長期的な投資を行う「賢明なる投資家」が主役となっていくことが望まれる。

短期指向の経済活動は、批判されようが賞賛されようが、どのような経済分野でも常に存在するものである。問題とすべきは、短期指向の経済活動の多寡というよりも、中長期指向の経済活動がしっかりと行われているかどうかという点なのである。

わが国の場合、もともと個人株主が少ない中で、一部の個人投資家がデイトレーディングにすっかり優しくなった環境を大いに活用しだした結果、全体として個人の株式投資の過熱感が目立っているというのが昨今の状況である。重要なことは彼らを批判することではなく、賢明なる投資家を増やすことを通じて、「貯蓄から投資へ」をしっかりと実現していくことであろう。

この点、わが国では、前記のように各種の改革が実現してきたものの、米国のような 401 k、IRA、ESOP 等の個人の資産形成スキームが提供されないままでは、こうしたスキームを通じた直接・間接の株式保有が、個人の株式保有拡大の原動力となっている米国との格差は縮まらなくても当然である。こうしたスキームは欧州でも、高齢化時代への対応として、導入されるケースが増えている⁴。

ペイオフを解禁する一方で、決済用預金を恒久的措置として導入したことも、個人の本来の金融行動を歪めるものであり、先進国として特殊な対応と言える⁵。

さらに、「貯蓄から投資へ」を押し売りするのではなく、個人が進んで投資に踏み出しやすいよう、「利用者保護」と「利用者利便性」において優れたインフラ、商品、サービスを提供していく努力を市場関係者は怠ってはならない。

「骨太の計画」の目玉の一つであった「貯蓄から投資へ」がほとんど進展していないという現実を踏まえ、さらなる改革を実行していくことが、失われた 15 年を経たこれからの日本の重要課題である。先述したように、これまでの改革の結果、企業行動、企業と銀行の関係、企業と資本市場関係については大きく変化したが、個人と銀行、個人と資本市場の関係の変化は遅々としている。

⁴ 淵田康之「金融仲介の新しい形を育むために - ポスト・バンク時代への展望」『資本市場クォーターリー』2005年冬号参照。

⁵ 淵田康之「決済用預金保護措置の問題点」『資本市場クォーターリー』2004年春号参照。

注意しなければならないのは、個人が引き続き、銀行預金等、「貯蓄」に偏重する行動を続けるならば、一見、構造変革が実現している企業と銀行の関係等についても、将来また過去の姿に逆戻りするリスクもあるということである。銀行が個人貯蓄の主たる吸収者である限り、企業の銀行依存構造も続かざるを得なくなる。そして銀行が大きなりスクを抱えたままとなり、将来的に不良債権問題が再現する恐れが消えないわけである。

改革の持続という点では、本年9月に小泉首相の自民党総裁任期が切れることもあり、従来のような改革路線が継承されないのではないかという懸念がある。また、今日に至るまでの証券投資減税やETFの導入等、各種の証券市場改革の原点が2001年4月6日の緊急経済対策にあり、さらに、このベースとなったいわゆる「相沢委員会」が、ネットバブル崩壊後の株価下落への危機感を背景にスタートしたことを考えると、不良債権問題の克服や株価上昇という今日の環境の下、改革の必要性も従来ほど切実に意識されなくなっていく恐れもある。

しかしそもそも「改革」ということも、あらゆるレベルで常に実践されるべき日常動作でなければならず、「改革」がある種の政治スローガンと同化し、特定の政治家の政治姿勢と密接不可分で語られたり、あるいは株価下落のような危機感が生じなければ実践されないような構図は、大いに問題である。

個性的リーダーのトップダウンの指示でも、危機に背中を押されるのではなく、冷静なる議論の下、変わるべきことを粛々と変えていける世の中になるのかどうか、投資の時代の実現を目指す観点からも注目していきたい^{6,7}。

⁶ 改革は粛々として進むことが望ましいという点に関連し、佐々木毅「文科系知識の重要性増す」（日本経済新聞、経済教室2005年1月10日）の指摘が興味深い。同氏はこの数年において日本が長年の経済的・社会的閉塞感から一息つくことができた要因は、社会システムの変革に踏み切ったためであるが、その実態は「人間や社会についてわれわれが持っている知識をそれこそパッチワーク的に総動員して事態を「どうにか」切り抜けたきた」状況であったと評し、今後は、高度な専門的能力に対して正当な評価を行うなどすることを通じ「社会の自己改革能力」を高める必要があるとしている。

⁷ 2005年は、ファンド等による株の買い集めに対し、諸制度が対応していなかったことなど、制度改革の遅れが批判されるケースも目立った。しかし本文中にも指摘したように、今日、証券市場は従来の常識が通用しない新たな時代に入っているものであり、全てを想定内とした制度設計を期すことは所詮不可能と割り切るべきである。万事支障無きよう慎重に時間をかけた検討をしていくよりも、想定外の事件が生じることも日常的になる時代と考え、発生した事態に機動的に対応できる体制を整備していくことに重きを置くべきであろう。また制度設計において、広範な関係者の合意形成に手間取るのでもなく、あるいは声の大きな関係者の意見に振り回されるのでもなく、あくまで市場経済の効率性・公正性という観点から、中立・客観的な分析に基づく検討がなされるかどうかという点が、より関心を集めるべきであろう。米国においても証券市場の諸制度は、様々な試行錯誤を積み重ねながら、まさに日々粛々と改革が続けられているのである。