

# 2014年金融・資本市場の課題



野村総合研究所 主席研究員

大崎 貞和

## はじめに

安倍政権の経済政策アベノミクスへの期待感から株式市場が久々に活気を取り戻した2013年が暮れようとしている。本稿では、新しい年を迎えるにあたって、日本の金融・資本市場が直面する課題を、これまでの歴史的経緯を踏まえつつ論じてみたい<sup>(注1)</sup>。

## 1. たゆまぬ改革の20年

バブル崩壊以降、日本経済は、「失われた

### 目次

はじめに

1. たゆまぬ改革の20年
2. 制度改革の狙い
3. 進まない金融構造の変革
4. 金融・資本市場の直面する課題

10年」、「失われた20年」に陥ったと言われる。確かに、この間にも景気の回復・後退がみられたとはいうものの、総じて低迷が続いたという印象が強い。「失われた」という形容には、なすべきことがなされず、無為に時間が費やされたという感慨が込められている。

しかし、こと金融・資本市場に関しては、この間は、無為に費やされたどころか、全く逆に様々な規制・制度が次々に見直される「改革の20年」だったのである(図表1)。

1980年代までの日本の金融・資本市場は、統制的とも言えるような厳しい規制・制度によってがんじがらめにされていた。

証券取引所の上場基準は厳しく、株式公開は、あたかも一部の大企業の特権のようでした。上場株式の取引所外取引が禁じられ、地方取引所上場銘柄を東京や大阪の市場で売買しても地方取引所に手数料が落ちるといった仕組みの下、市場間の競争は抑制された。取引所市場はもっぱら株式現物取引の場

(図表1) 日本市場の「改革の20年」

暦年	主な出来事
1992	銀行と証券会社の相互参入を認める金融制度改革法成立。証券取引等監視委員会発足
93	社債発行限度額規制を撤廃する商法改正
94	自己株式取得規制を緩和する商法改正（以後、数次にわたって規制緩和）
95	ベンチャー企業の株式公開促進を図る店頭特則市場開設
96	適債基準が撤廃され社債発行自由化
97	個別株オプション市場創設。北海道拓殖銀行、山一証券が経営破綻
98	「日本版ビッグバン」を実施する金融システム改革法成立。金融監督庁発足
99	株式売買委託手数料の完全自由化。新興企業向けの東京証券取引所（東証）マザーズ市場開設
2000	証券取引所の株式会社化を可能にする証券取引法（証取法）改正。不動産投資信託（J-REIT）の導入を可能にする投資信託法改正。金融庁発足
01	電子CP（コマーシャルペーパー：短期社債）を導入する短期社債振替法制定（発行は03年～）。東証が株式会社化
02	預金全額保護を上限1,000万円とするペイオフ解禁。委員会等設置会社制度を導入する商法改正
03	株式投資優遇税制と特定口座制度の導入。証券仲介業を創設する証取法改正
04	課徴金制度を導入する証取法改正。株式店頭市場がジャスダック証券取引所に改組
05	ライブドアによるニッポン放送株式の大量取得。会社法制定
06	ライブドア・ショック。名称を金融商品取引法（金商法）と改める証取法改正
07	ブルドックソース事件で買収防衛策の発動を認める最高裁決定
08	プロ向け市場開設を認める金商法改正。空売り規制強化などリーマン・ショックを受けた緊急市場対策実施。大阪証券取引所（大証）がジャスダック証券取引所を子会社化
09	上場会社の株券が一斉にペーパーレス化される。格付会社規制を導入する金商法改正
10	東証の新株式取引システム稼働。金融ADR（裁判外紛争解決手続）制度始動
11	無登録業者による未公開株販売への取引無効ルールを導入する金商法改正。東証と大証が経営統合で合意
12	総合取引所を金融庁が一元的に監督する金商法改正
13	日本取引所グループ（JPX）発足。インサイダー取引規制を強化する金商法改正

(出所) 各種資料より筆者作成。

とされ、国債先物市場が開設された1985年まで、有価証券関連のデリバティブ取引は禁じられていた。

株式の売買委託手数料について固定手数料制度がとられたことで、証券会社間の価格競争はほとんど存在しなかった。1980年代に入ってようやく外資系証券会社の進出が本格化

し、東京証券取引所（東証）の会員権も開放されることになったが、他方で、国内業者の新規参入は、免許制の厳しい運用によってほとんどみられなかった。

株式発行市場においては、公募時価発行増資にあたって配当性向の維持などの画一的な条件が求められるとともに、店頭登録企業は

---

公募増資を行えないといった規制も設けられた。しかも、自己株式の取得が厳しく禁じられたことで、株式発行による機動的な資金調達には難しかった。

社債市場についても、商法が社債発行限度規制を課していた上、有担原則の下で物的担保力に乏しい基幹産業以外の企業の起債は困難であった。1980年代に入ると無担保債の発行もみられるようになったが、社債の受託銀行と引受証券会社で構成される起債会が定める適債基準による発行条件の統制が行われた。当時は、硬直的な市場制度に限界を感じた上場企業がロンドンなどでのユーロ円債発行に走り、国内市場の「空洞化」が問題視されたほどである。

こうしたがんじがらめで統制的な規制・制度を改め、自由で効率的な金融・資本市場を構築することが、「改革の20年」における課題だったのである。

## ■ 2. 制度改革の狙い

一連の制度改革は、金融・資本市場が日本よりも高度に発達している諸外国、とりわけ米国や英国を手本にしながら進められた。「海外で出来ることは国内でも出来るようにしよう」という考え方が、基礎にあったと言ってもよい。

その過程において、外圧が一定の役割を果たしたことは否めない。とりわけ、「改革の20年」の前史とも言える1980年代の制度見直

しを後押ししたのは、日本市場の閉鎖性と統制的な環境に不満を抱いた海外の市場参加者や外資系金融機関の声を背景とした、米国など外国政府からの強い圧力であった。1983年以降開催され、金融自由化の原動力となった日米円ドル委員会や東証の会員権開放をめぐる英米両国との交渉は、その典型例と言えるだろう。

しかし、バブル崩壊後の「改革の20年」においては、こうした外圧以上に、日本の伝統的な金融構造を変革するという内発的な動機が、改革の推進力となったことを見落としてはなるまい。

第二次世界大戦後の日本の金融構造は、一貫して、銀行などの金融機関による貸出を中心とする、いわゆる間接金融に大きく偏ってきた。個人の金融資産の過半が銀行預金にとどまる一方、企業など資金調達者は、金融機関からの借りに依存し、株式や社債の発行といった直接金融の資金調達手段は、補完的な役割を担うのみにとどまってきたのである。

しかし、こうした金融構造の問題点は、バブル崩壊後の不良債権問題という形で露呈した。社会のリスクの全てが銀行などの金融機関に集中してしまったため、バブル崩壊という予期せざる経済的な急変によってリスクが顕在化すると、深刻な金融システムの危機を引き起こす結果となったのである。

このような事態の再発を防ぐには、金融・資本市場の機能を強化して企業などの資金調

---

達手段を多様化するとともに、個人の金融資産の「貯蓄から投資へ」の移行を促し、伝統的な金融構造を変革することが必要である。つまり、社会の様々なリスクを多様な投資主体が直接引き受ける構造への移行が求められるのである。20年間にわたるたゆまぬ制度改革は、こうした金融構造の歴史的な転換を目的としたものだったのである。

### ■ 3. 進まない金融構造の変革

いま欧米諸国では、2007年から08年にかけての世界金融危機の経験を教訓としながら、金融・資本市場制度の改革が進められている。その基本的な方向は、金融機関による過度のリスク・テイクの抑制と市場の透明性の向上というものであり、そのための具体的な施策の多くは、従来なかった新たな規制を金融機関に対して課そうとするものである。

この制度改革は、G20などの場における国際的な合意に基づいて進められており、日本としても決して無視するわけにはいかないものである。既に金融機関に対する自己資本比率規制の見直しや店頭デリバティブ取引の規制に係る金融商品取引法の改正といった形で、日本の規制・制度にも国際的な合意の内容が反映されつつある。

しかし、ここで注意しなければならないのは、国際的な合意を基礎付けている欧米諸国の問題意識とその背景となっている世界金融危機という経験は、日本が一足先に経験した

金融システム危機とは構造的に異質のものであったという点である。

世界金融危機は、高度に発達した金融技術とそれを駆使して組成される商品、具体的にはクレジット・デリバティブや証券化商品といったものが、ある程度組織化された市場で取引されているという現実を前提としながら、そうした市場が経済の変調や突発的事態によって期待された機能を発揮しなくなったことによって引き起こされた、市場発の危機であった。それによって顕在化したリスクが、預金を取り扱う金融機関にも蓄積されていたことで金融システム危機につながったという点だけをみれば、日本における1990年代の金融危機とも共通する点はある。しかし、日本における危機は、決して市場発の危機と言うべきものではなく、むしろ市場の未発達が引き起こした危機だったのである。

幸い、日本の金融機関は、2007年から08年にかけての世界的な金融危機によって直接的なダメージを大きく受けることはなかった。もちろん、危機がもたらした景気の後退や急激な円高の進行は、日本経済に深刻な影響を与えることになったが、それは危機そのものによると言うよりも、危機の派生的な影響であった。日本の金融・資本市場が、世界金融危機の発火点となった欧米のクレジット・デリバティブや証券化商品の市場と十分に一体化するまでの発展を遂げていなかったことで、危機に直接巻き込まれずに済んだという皮肉な言い方もできるだろう。

しかも、日本においては、前述したような伝統的な金融構造が、20年間のたゆまぬ制度改革を経てもなお強固に残されており、1990年代に発現したような、市場発ではない従来型と呼ぶべき金融危機の火種がなくなったとは言えない状況が続いている。

日本銀行の資金循環統計によれば、2013年9月末の個人金融資産残高1,598兆円のうち現金・預金の占める割合は53.5%であり、2012年11月以降のアベノミクス相場による株価上昇にもかかわらず、投資信託・株式の割合は13.1%に過ぎない。

制度改革が金融構造、とりわけ個人金融資産の構造に大きな影響を与えなかった理由の一つは、この間の経済動向や人口動態に求められるだろう。

すなわち、デフレ傾向が持続する一方で株価の持続的な上昇がみられないという市場環境下では、株式を初めとするリスク性商品は、必ずしも預貯金よりも有利な投資対象とはならなかった。しかも、人口構成の高齢化が進み、金融資産の多くの部分が65歳以上の高齢者によって保有されるという状況の下、投資家がリスク選好を高めることは合理的な選択とは言えなかったのである。

企業金融についても、間接金融主体という構造はほとんど変化していない。この20年間で、10数行あった長期信用銀行と都市銀行は、事実上三つのメガバンクに集約されたが、それによって銀行の貸出能力そのものが縮小したわけではない。しかも、高度成長期までは

構造的な資金不足主体であった企業が資金余剰に転じ、金融機関に対する交渉力をむしろ強めている。加えて、低金利が定着している中では、リスク・プレミアムの上乘せを求められる直接金融での調達をあえて大きく増やすというインセンティブは、ほとんど働かないのである。

#### ■ 4. 金融・資本市場の直面する課題

このようにみても、日本の金融・資本市場においては、市場の機能強化と間接金融への過度の依存からの脱却という20年来の制度改革の目標が、いまだ達成されないまま、引き続き目標とされるべき状況にあると言えることができるだろう。

2009年12月から2013年3月まで実施された中小企業金融円滑化法による中小企業への支援措置などの対応をみても、リーマンショック後の急激な景気後退への対策としてやむを得ない面があったとはいえ、政策当局としても、間接金融に偏った金融構造が強固に持続していることを前提とせざるを得ないという事情がうかがわれる。

こうした現状認識に立った上で、2014年の日本の金融・資本市場の課題を思い付くままに挙げてみよう。

##### (1) NISAの普及と定着

第一は、2014年1月からスタートする年間100万円を限度とする少額投資非課税制度

NISAの普及と定着である。国税庁によれば、NISA口座開設の申請件数は受付初日の2013年10月1日だけで358万件にのぼった。出足は好調というところだったわけだが、本来1人につき1口座しか開設できないNISA口座を複数の証券会社や銀行を通じて開設申請した重複も相当数あった。また、NISA口座を通じた投資が可能となる2014年1月以降、どれだけの資金が実際に投じられるかは未知数である。口座開設だけで放置される休眠口座も現れるだろう。

NISAが実際にどれだけ投資に活用されるかは、2014年以降の相場動向や経済情勢に左右される面も大きい。それ以上に重要な鍵となるのは、制度の特性に合致した魅力ある金融商品が、どれだけ提供されるかであろう。たとえそれほど大きな金額ではなくとも、NISAを通じた中長期的な観点からの投資によって成功体験を積む個人投資家が多数現れれば、長年にわたって叫ばれ続けてきた「貯蓄から投資へ」という資金の流れの変化が、今度こそ本当のものとなるだろう。

先に取りまとめられた与党の来年度税制改正大綱には、NISA口座を開設する証券会社や銀行を1年単位で変更できるようにする改善策が盛り込まれた。一般論としては、予測可能性を高めるといふ観点から、税制の頻繁な変更は好ましいものではないが、個人投資家の裾野を拡げるといふ大きな役割を担うNISAの手直しは肯定的に評価されるべきである。今後は、制度の恒久化についても検討

が進むことを期待したい。

## (2) リスク投資の担い手の拡大と深化

第二は、NISAがターゲットとする個人の比較的少額の投資だけにとどまらない、より大きなリスク投資の担い手、つまり機関投資家による投資の拡大と深化である。

バブル崩壊から今日に至るまでの間に、日本の株式保有構造は大きく変化した。かつて大きな比率を占めたいわゆる持ち合いが解消に向かい、金融機関や事業会社の保有比率が低下する一方で、外国人投資家の保有比率が上昇したのである。このことは、一面では、日本市場の国際化として積極的に評価することができるが、他方で、国内機関投資家による投資の拡大を伴わなかったため、市場の動向が、国内の円建て投資家の観点よりも海外市場の動向や為替相場の変動による影響を大きく受けがちになるという、やや歪んだ構造を定着させてしまったとも言える。

こうした状況を変化させるとともに、日本国内における投資運用関連サービスの活発化を促すものとして期待されているのが、公的年金資金等の運用の積極化である。2013年にはこうした観点から年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の運用弾力化へ向けた改革が検討され、11月に「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」の報告書が取りまとめられた。報告書の提言内容に沿った具体的な見直し作業を進めていくことが、2014年の課題となろう。

---

他方、公的資金等に限らず、幅広い機関投資家による投資先企業との対話を促進することで、上場企業のガバナンスや収益力の向上を図るといった観点から「日本版スチュワードシップ・コード」の策定作業も進められている。こちらについては、必ずしも投資の担い手を数量的に増やすことにはつながらないが、投資行動が企業・産業に与える影響の質を高めるといった機能が期待され、2014年はその実践と定着を図る年となる。

### (3) 発行市場の制度改革

上の二つは、いずれも金融・資本市場に資金を供給する投資家サイドの課題と言うべきものだが、当然のことながら、資金調達の場合としての金融・資本市場の機能強化も重要である。

この点をめぐっては、ここ数年、上場企業による公募増資に関する未公表情報をめぐるインサイダー取引といった不祥事が一つの契機となってではあるが、既存株主に対して新株予約権を無償で割り当てる増資手法であるライツ・オファリングの円滑化や公募増資に要する期間の短縮や株主の納得性を高めるための措置などの検討が進められてきた。

現時点では、ライツ・オファリングについては、海外ではあまりみられない証券会社によるコミットメントを伴わない形態が多いといった状況にあり、他方、公募増資については株価の回復に助けられて活発に行われている半面、これまで指摘されてきた大規模希薄

化といった問題点への配慮が十分でないのではないかとといった疑問も残されている。2014年は、こうした株式発行市場の課題について、具体的な制度の見直しを含む対応が検討されるべきであろう。

また、2013年には金融庁の金融審議会において、リスクマネー供給の拡大という観点から、いわゆるクラウド・ファンディングの環境整備、グリーンシート銘柄制度の見直し、上場企業の資金調達をめぐる規制の再点検などをめぐる議論が行われた。2014年には、こうした検討の結果を踏まえた金融商品取引法等、関連法令の改正が実施されることになる。

一方、社債の発行市場については、2008年から2012年にかけて、日本証券業協会に設置された「社債市場の活性化に関する懇談会」において広範な検討が行われたが、長年の課題とされている発行企業の多様化等には目立った変化がみられない状況にある。社債市場についても、その活性化を一層進めるための方策が更に検討されるべきであろう。

### (4) 新たな課題への取組みにあたって

以上、思い付くままに日本の金融・資本市場をめぐる制度的課題について書き連ねてみた。もとより以上の記述は網羅的なものではなくない。また、その内容のほとんどは、2013年までに既に何らかの議論・検討が行われてきた事項を改めて掲げたものに過ぎず、新たな問題提起を含むものとは言えない。

率直なところ、筆者には、ここで日本の金

---

融・資本市場の機能を向上させるための新鮮な観点からの問題提起を行う能力はない。しかし、金融構造の変革という大きな目標が未達のまま残っている以上、制度改革に終わりはない。また、金銭欲という人間の根源的とも言える欲望が交錯する金融・資本市場においては、様々な不祥事が生起することは避けがたく、そうした不祥事が新たな制度改革の出発点となることも多い。

そこで、新たな問題の発見は、他のしかるべき見識ある方々の手に委ねることとして、そうした問題提起がなされた場合の新たな制度設計への取組み姿勢について、若干の雑感を述べて、本稿の締めくくりとしたい。

第一に、2013年6月に取りまとめられた政府の経済成長戦略が、「アジアNo.1の金融・資本市場の構築を目指す」ことを政策目標の一つとして掲げていることにも端的に表れているように、アジア域内における金融センター間の競争を強く意識した制度設計、施策が求められる。

第二に、これまでの制度改革がほぼ常に手本としてきた欧米市場は、既に触れたように、日本が直接は経験しなかった異質の危機の経験を踏まえつつ、規制強化を主軸とする制度改革を進めており、そこでの検討内容やその方向性は、そのままの形では、必ずしも日本市場にとっての参考となるものではない。常に尊重すべき手本はもはや存在しないという認識が重要である。

第三に、資金調達者、仲介業者、投資家と

いった市場参加者の属性ごとに、制度の変化がどのような行動変化につながるインセンティブを与えるかを考えて制度設計を進めることが重要である。制度の立案者は、理想的な市場像を思い描きながら制度設計を行うわけだが、法制度として理想の姿を描いただけでそれが直ちに実現されるわけではない。むしろ、一部の当事者に対して、理想とは逆の行動をとるインセンティブを与えてしまうことすらある<sup>(注2)</sup>。この点の重要性は、米国の証券法を輸入した日本の法制が、実態面において米国と大きく異なる面が少なくないという事実を想起するだけでも容易に理解できるだろう。

(注1) 本稿の記述には、大崎貞和「金融・資本市場制度の現状と展望」『知的資産創造』22巻1号34頁(2014)の内容との重複が少なくないことをお断りしておきたい。

(注2) 宍戸善一「企業における動機付け交渉と法制度の役割」同編著『「企業法」改革の論理』日本経済新聞出版社(2011)参照。

